

## Tillgångspriser och stabiliseringspolitik\*

*Nedgången i tillgångsvärden i förening med hög skuldsättning i den privata sektorn tycks ha spelat en viktig roll i nuvarande nedgångsfas i svensk ekonomi. Underlåtenhet att stävja den omfattande kreditexpansionen på 1980-talet lade grunden till dagens problem. En viktig lärdom för att en inriktning mot prisstabilitet skall vara uthållig och trovärdig på medellång sikt är att utvecklingen av tillgångspriser ägnas större uppmärksamhet, skriver Urban Bäckström.*

Sedan slutet av 1980-talet har svensk ekonomi varit inne i ett våldsamt förlopp. Produktion, investeringar, konsumtion och sysselsättning har fallit mer än någon gång tidigare under efterkrigstiden. Banksystemet har utsatts för svåra påfrestningar och Riksbanken tvingades i november 1992 överge den fasta växelkursen.

En tolkning av orsakerna är att Sverige, vid sidan av de strukturella problemen, återigen drabbats av en lonkostnads kris som lett till förlorade marknadsandelar och en försvagning av exportsektorn och den importkonkurrerande delen av näringslivet. De negativa efterfrågeimpulserna spred sig sedan till den inhemska efterfrågan och privat konsumtion och bruttoinvesteringar började falla. Denna tolk-

ning av skeendet verkar dock inte vara fullständig.

En viktig skillnad mellan nuvarande och tidigare nedgångsperioder är det fall i tillgångspriser,<sup>1</sup> och därmed förmögenhetsvärden, som ägt rum sedan 1989 och som föregicks av omfattande uppgångar under 1980-talet. Parallellt med svängningarna i tillgångspriser och en allt högre skuldsättning har även den privata sektorns finansiella sparande präglats av tvära kast. Mellan 1983 och 1989 sjönk sparandet med drygt 10 procentenheter av BNP och sedan 1990 har det stigit med nästan 20 procentenheter av BNP.

Den hypotes som presenteras i denna artikel är att svängningarna i tillgångspriserna och den höga skuldsättningen påverkat den reala ekonomins utveckling. I

*Civilekonom URBAN BÄCKSTRÖM är statssekreterare i Finansdepartementet. Efter doktorandstudier i nationalekonomi har han varit verksam som departementssekreterare i dåvarande Ekonomidepartementet, chefekonom vid Moderata Samlingspartiets riksdagskansli och VD för Consensus Fondkommission.*

\*Jag är tacksam för vardefulla synpunkter på tidigare versioner av denna artikel från Lars Calmfors, Ingemar Hansson, Lars Heikensten, Jan Herin, Lars Jonung, Johan Myhrman, Thomas Olofsson och Claes Thimrén. För eventuella kvarvarande fel och oklarheter liksom för de åsikter som framförs är jag emellertid ensam ansvarig.

<sup>1</sup> Med tillgångspriser menas ett vägt genomsnitt av priset på olika tillgångsslag, som t ex aktier, fastigheter och andra typer av tillgångar, där vikterna är beräknade utifrån sammansättningen av den privata sektorns förmögenhet.

ett inledande avsnitt diskuteras orsaker bakom förändringar av tillgångspriser och därefter görs en genomgång av utvecklingen under 1980- och 1990-talen av tillgångspriser och skuldsättning i Sverige och i en del andra länder. Sedan diskuteras samband mellan finansiella och reala förändringar. I ett följande avsnitt illustreras de empiriska effekterna. Därefter berörs det stabiliseringspolitiska perspektivet och några tänkbara orsaker till kreditexpansionen under 1980-talet. Avslutningsvis diskuteras konsekvenser för utformningen av den ekonomiska politiken.

### Orsaker bakom förändringar av tillgångspriser

Svängningar i tillgångspriser är varken ovanliga eller oönskade inslag i en marknadsekonomi. De återspeglar ofta förändringar i fundamentala förhållanden och utgör därmed styrsignaler för allokeringen av ekonomins resurser. Om exempelvis ett företags aktiekurs stiger som ett resultat av förväntningar om ökade vinster underlättas kapitalanskaffning. Om en hel ekonomi upplever stigande tillgångspriser kan det i sin tur vara ett resultat av en hög ekonomisk tillväxt. Stigande tillgångspriser kan också bero på sjunkande realräntor som gör placeringar i tex aktier eller fastigheter relativt sett mer attraktiva. Dessutom kan relativpriset på olika tillgångar stiga eller sjunka om skattereglerna ändras.

Det händer emellertid att aktiekurser, fastighetspriser och andra tillgångspriser stiger på ett överdrivet sätt. Sådana prisuppgångar styrs av ständigt uppskrivade förväntningar om den framtida ekonomiska utvecklingen. Ibland går prisstegringarna så långt att aktörer köper tillgångar trots att priset är väsentligt högre än vad som kan motiveras med hänsyn till underliggande fundamentala värden och därför kan beräknas falla någon gång i framtiden. Man räknar ändå med att kunna sälja till ett annu högre pris inom

den närmaste tiden och skulle priserna vända nedåt förväntas tillgångarna snabbt kunna avyttras utan större förluster. Denna typ av fenomen brukar benämnas *bubblor*<sup>2</sup> och är inte ovanliga i den ekonomiska historien. Den kanske mest omtalade spekulationsbubblan inträffade omedelbart före det stora börsfallet 1929 i USA. Även i Sverige förekom bubblor i samband med kriserna kring 1920 och 1930. Perioder av stigande tillgångspriser, som inte svarar mot fundamentala faktorer i ekonomin, brukar övergå i snabba prisfall, när spekulationsbubblorna brister, och även följas av svåra makroekonomiska bakslag.<sup>3</sup>

I samband med bubblor brukar prisuppgången på tillgångar ofta åtföljas av en kraftig kreditexpansion. Det finns flera skäl varför uppgångar i tillgångspriser och kreditexpansion är nära förbundna med varandra. På efterfrågesidan styrs viljan att låna av förväntningar om framtida inkomstströmmar från olika finansiella och reala investeringar, vilka återspeglas i prissättningen på tillgångar. På utbudssidan ökar viljan att bevilja krediter när tillgångspriserna stiger eftersom det ökar låntagarnas möjlighet att tillhandahålla säkerheter. Vid frånvaro av en stram penningpolitik, som begränsar kreditexpansionen, kan bubblorna byggas upp.

<sup>2</sup> Se Lindgren [1989] för en diskussion om teorin om spekulationsbubblor.

<sup>3</sup> För en orientering om litteraturen på området finansiella kriser se tex Feldstein [1991] och uppsatser i denna volym av bla Benjamin Friedman, Paul Krugman och Lawrence Summers. De svenska finanskriserna har senast behandlats av Lybeck [1992]. Se också Thunholm [1991] för en intressant skildring. Erik Lundberg har i flera sammanhang beskrivit historiska kriser i den svenska ekonomin, se bla Lundberg [1953] och [1983]. Även i Carlsson m fl [1979] görs en genomgång av svenska ekonomiska krisperioder.

## Tillgångspriser under 1980- och 1990-talen

Under 1980-talet ägde branta prisuppgångar rum på aktier, fastigheter och andra tillgångar. Det var emellertid inte enbart ett svenskt fenomen. Samma sak skedde i varierande utsträckning också i andra länder. De mest spektakulära uppgångarna i tillgångspriserna under 1980-talet ägde rum i flera nordiska länder och i Japan. I Finland och Sverige steg de med över 200 procent i reala termer och i Norge med 150 procent. Uppgången i Japan var 180 procent. Även i tex USA (+35%), Storbritannien (+100%) och Australien (+50%) registrerades liknande fenomen om än inte i samma utsträckning. Mot slutet av 1980-talet inledes en prisnedgång. I de nordiska länderna och i Japan föll de reala tillgångspriserna med mellan 35 och 50 procent mellan 1989 och 1992. Nedgången i de övriga länderna har hittills stannat på mellan 10 och 20 procent.<sup>4</sup>

Som framhålls i BIS [1993] kan inte den branta uppgången i tillgångspriserna under 1980-talet förklaras med faktorer som real tillväxt, lägre realräntor eller ändrade skatteregler utan istället med en snabb kreditexpansion. Kreditgivningen till den privata sektorn växte mellan ca 35 och 125 procent snabbare än nominella BNP i de ovan angivna länderna. Den högre siffran är representativ för de länder som upplevde den brantaste stegringen i tillgångspriser och den lägre för länder med en relativt sett mindre uppgång. Det skedde därmed en markant uppgång i skuldsättningen i förhållande till ekonomiernas nominella inkomster. En förklaring till detta är sannolikt den avreglering av de finansiella marknaderna som ägde rum i många länder mot slutet av 1970-talet och under 1980-talet. En annan orsak var att penningpolitiken uppenbarligen inte motverkade kreditexpansionen i de berörda länderna.

Kreditexpansionen bröts mot slutet av

1980-talet i samband med att penningpolitiken stramades åt och räntorna steg i många länder. Därmed försvann också förutsättningarna för en fortsatt uppgång i tillgångspriserna och en omfattande korrigering inleddes. Föga förvånande blev fallet större i de länder där uppgångarna tidigare varit som störst.<sup>5</sup>

## Samband med den reala ekonomin

Förändringar av tillgångspriser innebär en ökad eller minskad förmögenhetsställning hos hushållen. Det påverkar deras inköpsbeteende och utgör en i litteraturen väl etablerad kanal mellan finansiell och real aktivitet. Tobin [1969] och Alchian & Klein [1973] pekar på att relativpriset mellan tidigare producerade tillgångar och nytillverkade tillgångar spelar en viktig roll för investeringsbeslut. Om de reala tillgångspriserna stiger tenderar företag och hushåll att nyinvestera och om priserna faller agerar de genom att istället köpa tillgångar på andrahandsmarknaden.

<sup>4</sup> De reala tillgångspriserna är hämtade från BIS [1993] och har där beräknats som ett vägt genomsnitt av aktiekurser och fastighetspriser och som deflaterats med konsumentprisindex. Vikterna är beräknade utifrån sammansättningen av den privata sektorns förmögenhet. Det innebär emellertid att begreppet "tillgångspriser" som används här för att illustrera de empiriska erfarenheterna inte omfattar alla typer av tillgångar. Aktier och fastigheter torde emellertid utgöra en acceptabel approximation.

<sup>5</sup> För Sveriges del torde, förutom den penningpolitiska åtstramningen, även skattereformen ha bidragit till nedgången i tillgångspriserna. Dels genom att hushåll och företag blev mer rantekänsliga, dels genom att beskattningen av fastigheter skarptes. Även lönekostnadsökningarnas inverkan på exporttillväxten kan ha bidragit genom att svensk industri förlorade marknadsandelar och vinsterna sjonk, något som av allt att döma inverkar negativt på aktiekursernas utveckling.

De kanske mest dramatiska sambanden mellan finansiella och reala förändringar har historiskt ägt rum vid finansiella kriser. I en berömd uppsats av Fisher [1933] utvecklas teorin om skulddeflation som en förklaring till depressionen på 1930-talet. Minsky har formulerat hypotesen om finansiell instabilitet (se tex Minsky [1991]). Både Fisher och Minsky betonar den höga skuldsättningens roll i skeendet. När den kreditexpansion upphör som drivit förloppet med branta prisstegringar på tillgångar börjar skuldsatta aktörer att sälja tillgångar i syfte att generera likviditet för räntebetalningar och amorteringar. Priserna faller snabbt och soliditeten hos hushåll och företag sjunker. För att återställa soliditeten och klara skuldbördan ökar de sparandet, vilket i sin tur leder till att den inhemska efterfrågan faller. Spridningseffekterna till den reala ekonomin kan bli så kraftiga att den allmänna prisnivån sjunker. Deflation innebär att aktörernas reala skuldbörda ökar. Det driver i sin tur fram ett ännu högre sparande och ekonomin dras ned i en djup depression.

Sambanden mellan finansiella och reala förändringar skulle mot denna bakgrund kunna delas upp i dels effekten från *förändrade tillgångspriser* som ger upphov till högre eller lägre förmögenhetsvärden samt en relativpriseffekt mellan existerande och nytillverkade tillgångar, dels *skuldsituationen* och den *finansiella instabiliteten* som kan uppträda när tillgångspriserna faller. Mot bakgrund av omfattande svängningar i tillgångspriser och stigande skuldsättning i många länder torde vi kunna förvänta en påverkan också på sparandet i den privata sektorn och därmed på efterfrågan och sysselsättning.

### Effekterna på den reala ekonomin

Under 1980-talet hade också de stigande tillgångspriserna en expansiv effekt och ledde till minskat sparande i hushålls- och företagssektorerna i berörda länder. Lehmuusaari [1990] har undersökt hushållens

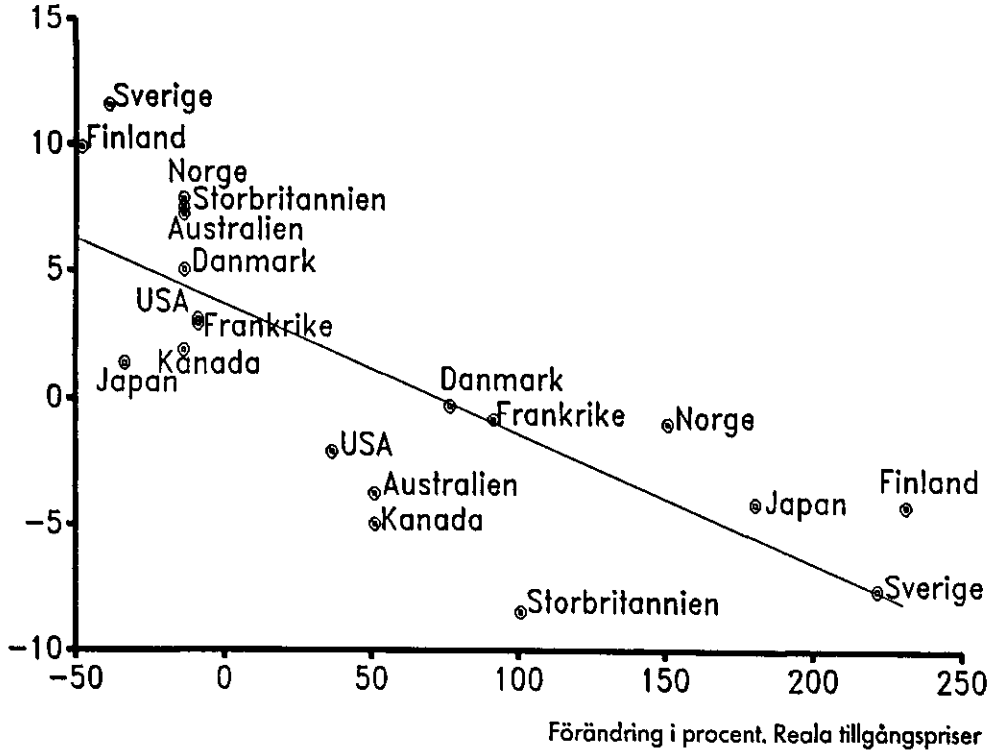
konsumtionsbeteende i de nordiska länderna under 1970- och 1980-talen. Ett resultat är att förmögenhetseffekten har kommit att spela en allt större roll för hushållens sparandebeslut under 1980-talet i dessa länder.<sup>6</sup> En bred empirisk genomgång görs i bla IMF [1992a och 1992b] samt för Japan i Institute of Fiscal and Monetary Policy [1993]. Slutsatsen är att *tillgångsprisernas uppgång* innebar en expansiv effekt på efterfrågan under 1980-talet. Under inledningen till 1990-talet har de *fallande tillgångspriserna* haft en depressiv inverkan på den ekonomiska aktiviteten, vilket tycks vara en viktig orsak till nuvarande recession och svaga återhämtning i flera länder.

En översiktlig illustration ges i *Figur 1* där sambandet mellan den reala prisutvecklingen på tillgångar prickats in mot utvecklingen av finansiellt sparande i den privata sektorn för olika länder. När de reala tillgångspriserna steg under 1980-talet sjönk det finansiella sparandet, vilket hade en expansiv inverkan på världskonjunkturen under 1980-talet. När ned-

<sup>6</sup> Slutsatsen gäller för Finland, Norge och Danmark. Förmögenhetseffekten visar sig emellertid inte vara signifikant och har dessutom fel tecken i de regressioner som genomförs för Sverige av Lehmuusaari. En förklaring till detta kan vara att enbart den finansiella nettoförmögenheten används i beräkningarna för Sverige och inte summan av hushållens finansiella och reala nettoförmögenhet. En annan förklaring kan vara att undersökningsperioden avslutas 1987. Det var först under detta år som det skedde en mer påtaglig nedgång av hushållssparandet som sedan också fortsatte under följande år. Vidden av denna nedgång uppmättes först efter senare års revideringar av nationalräkenskaperna. Det torde mot denna bakgrund vara rimligt att förmoda att Sverige inte i någon större utsträckning skiljer sig från de övriga nordiska länderna när det gäller den generella slutsatsen i Lehmuusaaris undersökning att förmögenhetseffekten har kommit att spela en större roll i hushållens kortsiktiga spararbeteende i de nordiska länderna.

Figur 1 Samband mellan tillgångspriser och privat finansiellt sparande i olika länder under olika perioder. (Perioden för tillgångsprisernas ökning avser förändringen från bottenläget omkring 1980 till toppen omkring 1989 för respektive land och för deras nedgång därefter fram till 1992).

Förändring i privat finansiellt sparande  
%-enheter av BNP



Källa: BIS [1993], OECD [1993] och egna beräkningar.

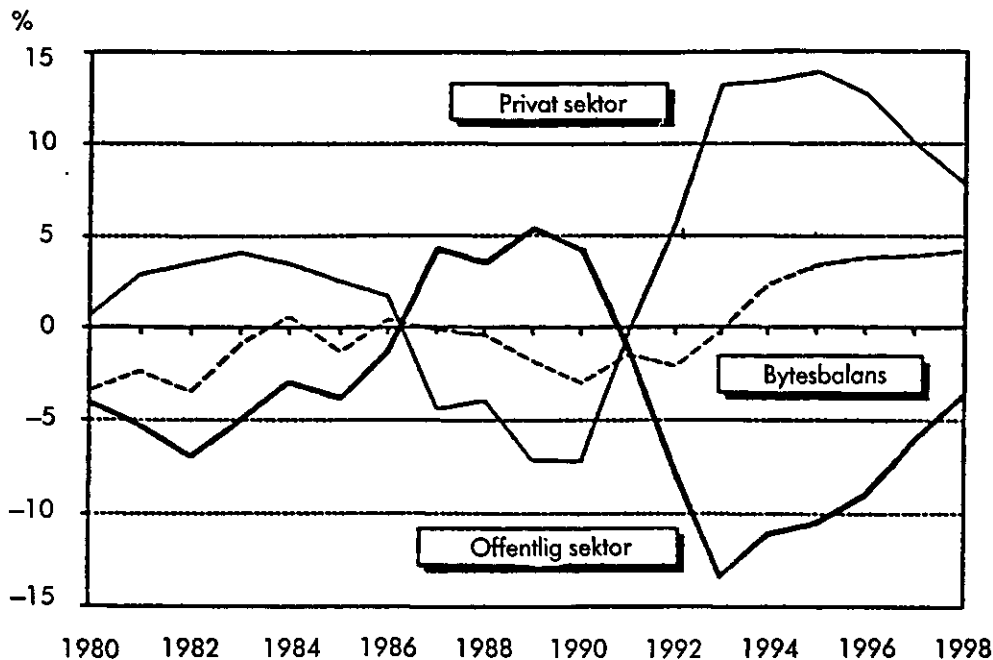
Anm: De reala tillgångspriserna har beräknats av BIS [1993] som ett vägt genomsnitt av aktiekurser och fastighetspriser. Vikterna är beräknade utifrån sammansättningen av den privata sektorns formögenhet. Deflateringen är gjord med konsumentprisindex. Det privata finansiella sparandet har beräknats som skillnaden mellan bytesbalansens saldo i procent av BNP (=totalt finansiellt sparande) minus saldot i de konsoliderade offentliga finanserna i procent av BNP. Ett centrerat tre års glidande medeltal har använts. Förändringen av det finansiella sparandet är uttryckt som skillnad i procentenheter av BNP för samma period som de reala tillgångspriserna för respektive land.

gången i tillgångspriserna inleddes mot slutet av decenniet svarade hushåll och företag i de olika länderna med ett ökat finansiellt sparande, vilket ledde till en efterfrågedämpande effekt. Störst effekt noteras i Sverige och i Finland, där också

prisnedgångarna blev större än i andra länder.

För Sveriges del innebar den *stigande skuldsättningen* att soliditeten i den privata sektorn, enligt Tengblad [1992], sjönk från 44 procent 1980 till 32 procent

Figur 2. Finansiellt sparande 1980–1998. Andel av BNP.



Källa: SCB och Finansdepartementet.

Anm: Varden för perioden 1993–98 är hämtade från Finansdepartementets medelfristiga kalkyler, se Regeringens proposition [1992/93:150].

1989. Det innebär att den finansiella situationen var ansträngd redan innan tillgångspriserna började falla. Nedgången fortsatte sedan många aktörer i en av allt att döma synnerligen besvärlig situation. En grov kalkyl visar nämligen att soliditeten föll från 32 till endast ca 17 procent mellan 1989 och 1992 för den privata sektorn som helhet.<sup>7</sup> Bilden av Sverige som en finansiellt sett sårbar och instabil ekonomi blir därmed tydlig. Det förefaller vara ytterligare en förklaring till att den svenska ekonomin försvagades mer än andra länders och att utvecklingen fick ett så våldsamt förlopp. OECD [1992] visar också att skuldsättningsgraden i både hushålls- och företagssektorerna blev högre i Sverige än i flera andra länder.

Av Figur 2 framgår att det privata fi-

nansiella sparandet i Sverige steg från ca minus 7 procent av BNP 1990 till beräknade drygt 13 procent 1993, dvs ett omslag på ca 20 procentenheter av BNP under tre år. Ett omslag av denna omfattning och på så kort tid torde vara unikt hi-

<sup>7</sup>De totala tillgångarna i den privata sektorn, inkl finanssektorn, uppgick 1989 till drygt 10 000 mdr kr. Omkring hälften av dessa är kansliga för prisförändringar, se Tengblad [1992]. Jag har räknat med ett prisfall på 25 procent mellan 1989 och 1992, vilket motsvarar ett fall med knappt 1 300 mdr kr. I Söderstrom m fl [1993, s 86, not 7] beräknas fastighetsvärdena ha fallit med 1 000 mdr kr. I min kalkyl har även värderingen av företagens övriga realkapital och hushållens varaktiga konsumtionsvaror beaktats.

storiskt sett och har i vart fall inte inträffat under de senaste 30 åren. Inhemsk efterfrågan och sysselsättning minskade därför kraftigt under inledningen till 1990-talet. Spegelbilden av denna utveckling blir också en omfattande nedgång i det offentliga sparandet via automatiska stabilisatorer. Hansson & Larsson [1993] framhåller att två tredjedelar av försämringen av de offentliga finanserna mellan 1990 och 1994 är ett resultat av det försvagade konjunkturläget.

Svårigheterna i banksektorn blir i detta perspektiv inte ett fenomen vid sidan av den allmänna nedgången i den svenska ekonomin utan snarare toppen av det isberg som processen med tillgångsdeflation och skuldsaneringen representerar.

### Stabiliseringspolitiken i omvärlden under 1980-talet

Hur kom det sig att penningpolitiken i omvärlden inte inriktades på att stävja den kreditexpansion som förefaller ha varit en avgörande förutsättning bakom den branta uppgången i tillgångspriserna?

Bakgrunden är att det under 1970-talet blev alltmer uppenbart att den keynesianska "aktiva" stabiliseringspolitiken tenderade att skapa fler problem än den löste. Uppfattningen att en ständig anpassning av den ekonomiska politiken till varje störning kan leda till att dessa störningar upprepas och förstärks fick stor spridning. Det nya stabiliseringspolitiska synsätt, som ersatte det keynesianska, betonade att den ekonomiska politiken skulle läggas upp så att den inte blev en källa till störningar. Politiken skulle inriktas på ett medelfristigt perspektiv och baseras på en deklarerad strategi med explicita målangivelser och klara riktlinjer för de ekonomisk-politiska medlens användning. Formulandet av ett pristabiliseringsmål kombinerat med en medelsarsenal som ger hög trovärdighet åt en norm, utgör kärnan i denna strategi.<sup>8</sup>

Trots denna nya syn på stabiliseringspo-

litiken kunde ändå en omfattande kreditexpansion komma till stånd. Följande resonemang skulle kunna vara en förklaring.

Det nya synsättet implementerades med hjälp av den monetaristiska skolan som betonade det historiska sambandet mellan penningutbud och priser. Penningmängdens utveckling bedömdes kunna fungera som intermediärt mål vid rörliga växelkurser för det slutliga målet, prisstabilitet.<sup>9</sup> Problemet var emellertid att sambanden verkade bryta samman under 1980-talet.<sup>10</sup> Enligt den gängse monetära ansatsen tolkades emellertid avvikande samband mellan penningmängdens expansion och nominella BNP, ex post, som en förändring av omsättningshastigheten på pengar. Centralbanker brukar regelmässigt justera för sådana förändringar när olika penningmängdsaggregat avviker från trenden. En alternativ tolkning av dessa gap,

<sup>8</sup> Det finns en bred internationell litteratur som behandlar detta stabiliseringspolitiska synsätt. Även i Sverige fördes en liknande diskussion på ett tidigt stadium, se t ex Myhrman [1977], Jonung [1978], Lindbeck [1978] och Calmfors [1979]. När SNS tog upp frågan i sina olika konjunkturrapporter vid mitten av 1980-talet, se t ex Söderström m fl [1985], fick den en bredare spridning. Synsättet har dock inte varit fritt från kritik, se t ex Agell & Vredin [1991].

<sup>9</sup> Federal Reserve använde M1 som penningmängdsmål under hela 1970-talet. Bank of England började använda bredare mått för penningmängdens utveckling 1976. Bundesbank etablerade sådana mål 1974. Bank of Japan började använda sk *projections* för M2 1978. Även andra centralbanker deklarerade mål för penningmängden.

<sup>10</sup> Det är, enligt t ex Friedman [1983], inte självklart att enbart fokusera på penningmängdens inverkan på icke-finansiell aktivitet. Se t ex Friedman & Kuttner [1992] för en diskussion om utvecklingen i USA och om hur sambanden föreföll bryta samman eller IMF [1993a] för en bredare genomgång av de praktiska problem som penningpolitiken ställdes inför under 1980-talet. Se också Jonung [1993a] för en genomgång av den svenska utvecklingen.

som framförs i IMF [1993a], mellan penningmängdens eller kreditvolymens utveckling och den icke-finansiella verksamheten är att denna residual istället representerar ett potentiellt inflationstryck som inte fångas upp i nationalräkenskapernas statistik över tillväxt och priser. En del av de penningpolitiska impulserna verkar utifrån detta synsätt ha tagit vägen över tillgångsmarknaderna istället för över till den reala sektorn. Eftersom det inte skedde någon omedelbar uppgång i inflations-takten förefaller detta faktum inte ha bekymrat de ekonomisk-politiska beslutsfattarna. Därför kunde penningpolitiken få en för expansiv utformning, vilket i sin tur möjliggjorde en alltför omfattande kreditexpansion.

Redan i början av seklet betonade ekonomer som t ex Irving Fisher betydelsen av att följa prisutvecklingen såväl för "vanliga" priser (konsumentpriser) som för tillgångspriser vid utformningen av den ekonomiska politiken. Senare togs Fishers tradition upp av bl a Alchian & Klein [1973] som menar att förändringar i tillgångspriser, som ökar eller minskar förmögenheten, kan ses som variationer av framtida konsumtionsmöjligheter medan konsumentpriser mäter priset på dagens konsumtion. Stigande tillgångspriser som representerar en ökning av framtida konsumtionsmöjligheter utgör därför ett potentiellt inflationstryck. På motsvarande sätt representerar fallande tillgångspriser ett deflationstryck. Ett vägt index bestående av både "vanliga" priser och tillgångspriser utgör ett intertemporalt pris på levnadsomkostnader och skulle därför kunna utgöra en god vägledning för stabiliseringspolitiken. Om en centralbank enbart koncentrerar sig på konsumentprisernas utveckling kan penningpolitiken bli antingen för expansiv eller alltför kontraktiv, dvs destabiliserande. Eftersom konsumentpriser vanligen reagerar långsammare än tillgångspriser på en penningpolitisk stimulans är det risk att politiken blir för expansiv.<sup>11</sup> När detta senare blir up-

penbart är det risk att penningpolitiken istället blir för kontraktiv eftersom det också tar längre tid för konsumentpriser att reagera på en åtstramning. Alchian & Klein visar dock på betydande praktiska svårigheter att konstruera ett sådant index. Däremot framhåller de betydelsen av att vid stabiliseringspolitikens utformning också beakta tillgångspriser.<sup>12</sup>

Som framhålls i BIS [1993] ackommoderade penningpolitiken i en del länder kreditexpansionen, medan den drevs på av en expansiv penningpolitik i andra. Efter den

<sup>11</sup> Priserna på tillgångar påverkas vanligen snabbare av en penningpolitisk stimulans än priser på varor och tjänster. Så var förhållandet också tidigare, men den finansiella liberaliseringen förefaller ha stärkt sambandet mellan penningpolitiken och tillgångspriserna. Tillgångspriserna bestäms av förväntningar om framtida ekonomiska handlingar och sätts på auktionsmarknader. Prissättningen av varor och tjänster sker vanligen genom påläggsprinciper, vilka baseras på kostnader som styrs av mer långsiktiga kontrakt. Med detta synsätt får en penningpolitisk förändring först en effekt på tillgångspriserna, därefter en volymeffekt i den reala ekonomin och till sist en effekt på konsumentpriserna.

<sup>12</sup> Det är få centralbanker som explicit inkluderat utvecklingen av tillgångsvärden i sina indikatorer för penningpolitiken. Det gäller även Riksbanken som i de sammanställningar av penningpolitiska indikatorer som publicerats inte har någon referens till tillgångspriser, se Sveriges Riksbank [1993a och 1993b]. Det enda undantag som jag funnit är Bank of England som numera explicit tar hänsyn till tillgångsvärdenas utveckling i sina indikatorer. Däremot är det väl kant att tex Federal Reserve likvidiserade den amerikanska ekonomin efter börskraschen 1987. Även andra centralbanker agerade på samma sätt. I samband med de nedgångar på tillgångsmarknaderna som nu ägt rum har förutom Bank of England även bl a Federal Reserve och Bank of Japan lagt om penningpolitiken i expansiv riktning, vilket tyder på att några centralbanker börjat vaga in prisutvecklingen på tillgångar vid den praktiska utformningen av penningpolitiken.

relativt djupa recessionen i USA 1981–1982 fick den amerikanska penningpolitiken en lättare utformning. Vid det sk Plaza-mötet 1985 koordinerades sedan penningpolitiken mellan de ledande industriländerna och fick en väsentligt lättare inriktning. I samband med börskraschen 1987 ägde en ytterligare lättnad rum. Begynnande oro inför stigande inflationstryck innebar emellertid att flera av de ledande centralbankerna stramade åt penningpolitiken mot slutet av 1980-talet. När denna åtstramning något senare gav upphov till en korrigering av tillgångspriser skedde återigen en lättnad av penningpolitiken i såväl USA som i Japan.

De omfattande förändringarna av växelkurserna mellan de stora länderna, börskraschen 1987 och "mini-börskraschen" 1989, kan ha utgjort varningssignaler om växande finansiell instabilitet beroende på en tidvis alltför expansiv penning- och kreditexpansion. Åtminstone delvis kan, som framhålls i Group of Ten [1993a och 1993b], också orsakerna till den europeiska valutaturbulensen under hösten 1992 spåras i dessa orsaker.

Stabiliseringspolitiken verkar mot denna bakgrund att ha fortsatt att vara en källa till störningar, trots ambitionen att övergå till en normpolitik i linje med den nya stabiliseringspolitiska synsättet.

### 1980-talets svenska stabiliseringspolitik

Den svenska stabiliseringspolitiken baserades på en fast växelkurs gentemot en korg av valutor. Därmed borde den expansiva effekt som kreditexpansionen gav upphov till leda till valutautflöden (läckage), enligt den traditionella läroboksanalysen, vilket i sin tur gjort det möjligt att tidigt strama åt penningpolitiken. I en liten öppen ekonomi med fasta växelkurser bestäms priserna på varor och tjänster som går i internationell handel på världsmarknaden. En inhemsk penning- och kreditexpansion som kortsiktigt driver upp pri-

serna inom landet leder till en försvagning av bytesbalansen och reducerar valutareserven. Även kortsiktigt avvikande tillgångsvärden och räntor genererar valutaflöden via kapitalbalansen under förutsättning att kapitalrörelserna är fria. Med detta synsätt kommer priserna i den lilla öppna ekonomin att "importeras" från de länder mot vilka valutaknutits och hemlandets monetära expansion att bestämmas i dessa länder. Penning- och kreditpolitiken blir därmed endogent bestämd i en liten öppen ekonomi med fasta växelkurser och borde således, enligt läroboken, inte självständigt annat än kortsiktigt orsaka inhemska störningar i form av exempelvis det slag som diskuteras i denna artikel.

Ett skäl till att kreditexpansionen trots detta kunde bli så omfattande i Sverige under slutet av 1980-talet är naturligtvis att en del länder mot vilka kronan var knuten också upplevde en kreditexpansion. En annan förklaring skulle kunna vara att sloandet av valutaregleringen dröjde, vilket kan ha bromsats upp den förväntade anpassningsmekanismen.<sup>13</sup> Det är därför möjligt att processen med kreditexpansion och stigande tillgångsvärden av dessa skäl kunde fortgå länge utan begränsning genom att en åtstramning av penningpolitiken inte kunde komma till stånd.

Det successiva sloandet av valutaregleringen i Sverige inleddes 1986, men det var inte förrän i slutet av 1987 som möjligheterna till fastighetsinvesteringar i utlandet liberaliserades och först i början av 1989 som begränsningarna av utländska aktieköp upphävdes. *Tabell 1* visar utflödet av "långt" kapital mellan 1986 och 1992. Av tabellen framgår att utflödena efter avregleringen av kreditmarknaden, som ägde rum i slutet av 1985, till en början var relativt måttliga. Under 1989 och 1990 blev emellertid utflödet omfattande. Motsva-

<sup>13</sup>Se tex Sjöo [1986] och Werin [1984] för en principiell diskussion.

Tabell 1 Långa kapitalflöden 1986–1992. Mdr kr.

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Bytesbalans	4	-1	-5	-22	-41	-20	-30
Direktinvesteringar	-20	-25	-35	-53	-72	-6	-6
Aktiehandel	2	-4	-6	-30	-19	-3	10
Summa långa kapitalflöden	-14	-30	-46	-105	-132	-29	-26

Källa: Riksbanken.

rande ca 240 mdr kr strömmade ut under dessa båda år. Det sannolikt uppbromsade läckaget bröt fram med en våldsamt och ackumulerad kraft. De stora utflödena gjorde det möjligt att i detta sena skede av förloppet strama åt penningpolitiken. De korta räntorna drogs upp i syfte att försvara den fasta växelkursen. Uppbyggnaden av en kortfristig lånestock hos den privata sektorn blev emellertid en källa till kommande instabilitet. Från våren 1990 skulle ekonomin utsättas för 3–4 korta perioder av mer eller mindre kraftiga räntestegringar innan den allvarliga perioden under hösten 1992 satte in.

Det som förenar Sverige, Norge och Finland, som alla uppvisar liknande typ av finansiella problem, är också att länderna började med en avreglering av den inhemska kreditmarknaden. Däremot skedde slopandet av valutaregleringen först senare.

Det verkar således som om valutaregleringen hade en bromsande inverkan på valutautflödena. Mot denna bakgrund förefaller det ha varit ett misstag att fördröja dess slopande liksom att inte tidigare genomföra en skattereform som kunde ha dämpat kreditefterfrågan. Inte heller finanspolitiken gavs en restriktiv utformning. Som en yttersta möjlighet, när det visat sig att andra åtgärder uteblev, kunde penningpolitikens handlingsfrihet att stävja såväl kreditexpansion som tillgångsinflation ha ökat genom en vidgning av de gränser inom vilka kronan tilläts fluktueras. Alternativt skulle en övergång till flytande växelkurs ha kunnat aktualiseras i

mitten av 1980-talet för att på så sätt ha möjliggjort en verkningfull åtstramning av penningpolitiken. Dessvärre kom inga av dessa åtgärder till stånd. Från ett stabiliseringspolitiskt perspektiv kom 1980-talets kreditexpansion och frånvaro av ekonomisk-politisk åtstramning att utgöra en viktig orsak till de störningar som ekonomin utsatts för under inledningen till 1990-talet. Detta synsätt stöds av Jonung [1993b] som menar att Sverige inte bedrivit en normpolitik i egentlig mening, dvs en stabiliseringspolitik som inte är källa till störningar. Han betecknar perioden från 1985 som ett klassiskt exempel på en motsatt form av stabiliseringspolitik med en stark procyklisk monetär expansion. Normpolitiken har således mot denna bakgrund inte prövats i praktiken i Sverige.

### Konsekvenser för den ekonomiska politiken

Hur bör den ekonomiska politiken utformas i en ekonomi som är utsatt för den typ av finansiella störningar som här har beskrivits? Litteraturen kring finansiella kriser pekar, utifrån lärdomar från liknande perioder tidigare i historien, på *penning- och finanspolitikens roll* samt på vikten av att *förhindra fallisemang i banker*. Detta diskuteras närmare nedan.<sup>14</sup>

<sup>14</sup>Se Feldstein [1991] och de olika uppsatser som finns i denna volym.

*Penningpolitiken*

Standardreceptet i den ekonomiska litteraturen för en ekonomi som befinner sig i en situation med tillgångsdeflation och skuldproblem är att föra en lättare penningpolitik. Det underlättar anpassningen genom flera olika mekanismer. Fallet i tillgångsvärdena dämpas, räntebetalningarna på skuldbördan i privat sektor blir lättare att bära och de negativa verkningarna på det finansiella systemet mildras. Därigenom dämpas också spridningseffekterna till den reala ekonomin.<sup>15</sup>

I en liten öppen ekonomi, med flytande växelkurs, ställs emellertid centralbanken inför en målkonflikt. Summers [1991] pekar på att en alltför aggressiv lättnad i penningpolitiken kan resultera i valutaproblem. En depreciering som kortsiktigt verkar kontraktivt driver upp import- och konsumentpriser, vilket skulle försvaga de reala disponibla inkomsterna och motverka den expansiva effekt som en lättare penningpolitik med sänkta kortrräntor skulle ha. Synsättet innebär också att en aggressiv politik kan resultera i stigande inflationsförväntningar och därmed också högre obligationsräntor. Utvecklingen i samband med valutaturbulensen under hosten 1992 visar emellertid att en förstram penningpolitik i en finansiellt försvagad ekonomi kan reducera trovärdigheten, vilket bl a Group of Ten [1993a och 1993b] och IMF [1993b] framhåller. Om penningpolitiken leder till att den inhemska ekonomin försvagas ytterligare riskerar den att inte betraktas som uthållig av marknadens aktörer.<sup>16</sup>

Svårigheten för en centralbank i en liten öppen ekonomi med tillgångsdeflation och skuldproblem ligger således i att avväga politiken så att en alltför aggressiv lättnad avvisas samtidigt som penningpolitiken ändå får en så expansiv effekt genom lägre korta räntor att de finansiella problemen hävs. Ett viktigt hjälpmedel i den avvägningen torde vara att väga in också tillgångsprisernas utveckling vid utformning

av politiken. Så länge tillgångspriserna faller föreligger ett deflationstryck i ekonomin. Det är först om de vänder upp alltför kraftigt som risken för inflation tilltar. Penningpolitikens avvägning torde också underlättas om det föreligger ett medelfristigt program för konsolidering av de offentliga finanserna, vilket diskuteras nedan.

*Finans- och strukturpolitiken*

Uppkomsten av offentliga sparandeunderskott utgör, som ovan framhölls, en spegelbild av den uppgång i privat finansiellt sparande som följer efter fall i tillgångspriser och vid skuldsanering. Underskotten har en stabiliserande inverkan på ekonomin genom att företagets vinster och hushållens disponibla inkomster hålls uppe, vilket underlättar saneringen av den privata sektorns balansräkningar och motverkar därför alltför depressiva effekter på den inhemska efterfrågan. Budgetunderskottet har också, som framhålls i Werin [1983 och 1984], en expansiv effekt på tillgångspriser och har därigenom ytterligare

<sup>15</sup> En expansiv penningpolitik förs i Japan, USA och Storbritannien för att parera de finansiella problemen i dessa länder.

<sup>16</sup> Det är värt att notera att det var länder som Finland, Storbritannien, Sverige och Norge som under hösten 1992 tvingades övergå till flytande växelkurser, vilka samtliga upplevt korrigeringar av tillgångspriserna i forening med hög skuldsättning i den privata sektorn. Italien, som också tvingades ur EMS-samarbetet, pragas dock av hög offentlig skuldsättning. En beskrivning av bakgrunden till och utvecklingen av valutaturbulensen under hösten 1992 återfinns i en rapport av G-10 deputies, se Group of Ten [1993a]. I rapporten framhålls att den finansiella sårbarheten verkade nedsättande på möjligheterna att med höga räntor skapa fortroende för växelkursen i berörda länder. Det var också en uppfattning som de tillfrågande marknadsaktörerna framförde, se Group of Ten [1993b]. Även Jakobsen [1993] framför ett liknande argument.

en stabiliserande inverkan. Samtidigt är det angeläget att hushållens och företagens skuldsaneringsprocess inte enbart resulterar i att skuldbördan flyttar från den privata till den offentliga sektorn. Om de offentliga underskottsproblemen blir av sådan omfattning att de kan riskera att permanentas är det viktigt för politikens trovärdighet att tidigt lägga fast ett tillräckligt omfattande saneringsprogram som successivt träder i kraft när den privata sektorns saneringsbehov ebbar ut.

Det är mot den bakgrunden som de av regeringen föreslagna och av riksdagen beslutade budgetsaneringsåtgärderna på ca 11 procent av BNP har just en sådan tidsprofil. Om de utformats så att de trädde ikraft omedelbart skulle ekonomin sannolikt hamna i en depression av 1930-talstyp. Samtidigt kan inte ikraftträdandet av trovärdighetsskäl helt skjutas på framtiden.

Ytterligare en viktig del i den ekonomiska politiken är att genomföra strukturella åtgärder, som påverkar ekonomins utbudssida, även om den positiva inverkan på ekonomin åtminstone i vissa fall kan väntas först senare. Exempel på sådana åtgärder är effektiviseringar av transferringssystemen, sänkning eller slopande av särskilt skadliga skatter samt avregleringar. Under de senaste decennierna har den svenska ekonomin karaktäriserats av hög inflationsbenägenhet redan tidigt i konjunkturuppgångarna. Olika flaskhalsproblem har bidragit till att efterfrågan inte kunnat växa med mer än ca 2 procent per år utan att löne- och prisstegringarna tilltagit. Genom att tidigt vidta strukturella åtgärder skapas en större trovärdighet för inflationsbekämpningen.

### *Banksektorn*

En lärdom från tidigare finansiella krisperioder är att förhindra fallissemang i banker. Därigenom motverkas de depressiva tendenser som en minskning av penningmängden och kreditvolymen skulle inne-

bära. Det är mot den bakgrunden man skall se den generella "bankgarantin" och bildandet av Bankstödsnämnden. De eventuella kostnaderna som detta stöd kan innebära torde väl uppväga de kostnader som en depression i ekonomin annars skulle medföra.

### **Slutsatser**

De makroekonomiska bakslagen i många länder har sammanfallit med betydande prisfall på olika tillgångsmarknader. Utvecklingen föregicks av branta prisuppgångar och en omfattande kreditexpansion som drev upp skuldsättningen i den privata sektorn till höga nivåer. Såväl tillgångsinflationen som tillgångsdeflationen förefaller ha en icke obetydlig inverkan på den ekonomiska aktiviteten i berörda länder. Under 1980-talet hade uppgången i tillgångsvärdena en expansiv effekt på efterfrågan och vid 1990-talets inledning har prisnedgångarna en depressiv inverkan och försvårar återhämtningen av konjunkturen.

Sverige tillhör den grupp av länder som upplevde den mest spektakulära tillgångsinflationen i förening med en högt uppdreven skuldsättning i den privata sektorn. Likaså har prisnedgångarna i vårt land, sedan slutet av 1980-talet, varit omfattande. Det är förmodligen en viktig orsak till nuvarande svårigheter i den reala ekonomin och som tillsammans med "gamla" strukturproblem och lönekostnadsproblem medverkat till att den svenska ekonomin hamnat i det allvarligaste ekonomiska bakslaget sedan 1920- och 1930-talen. Det faktum att valutaregleringen slopades senare än kreditregleringen tycks ha motverkat den naturliga åtstramning av penningpolitiken som man skulle ha förväntat sig vid en fast växelkursregim. En sådan åtstramning skulle ha bromsat den kreditexpansion som var en förutsättning för den överdrivna prisuppgången på tillgångar. Som en yttersta möjlighet, när det visat sig att andra åtgärder uteblev, kunde pen-

ningpolitikens handlingsfrihet ha ökats genom en vidgning av de gränser inom vilka kronan tilläts fluktuera.

En generell slutsats för stabiliseringspolitiken är att om tillgångsprisernas utveckling inte beaktas vid politikens utformning kan storningar i den reala ekonomin uppkomma på medellång sikt, även om konsumentpriserna på kort sikt är stabila. En ekonomisk politik som har prisstabilitet som mål bör därför också beakta utvecklingen av tillgångspriserna för att vara ut hållig och trovärdig på medellång sikt. Det gäller såväl vid tendenser till överdriven tillgångsinflation då ett potentiellt inflationstryck uppkommer som vid tillgångsdeflation då ekonomin utsätts för ett deflationstryck.

Finansiella storningar av den typ som diskuterats i denna artikel leder till konsekvenser för utformningen av den ekonomiska politiken. Litteraturen på området pekar på penningpolitikens roll för att häva ekonomins depressiva förlopp, på offentliga underskotts stabiliserande inverkan och på vikten av att förhindra fallisemang i banker. Det är emellertid angeläget att politiken läggs upp på ett trovärdigt sätt så att inte nya problem uppstår. Det är t ex viktigt att lägga fast ett tillräckligt omfattande program för sanering av de offentliga finanserna i ett medelfristigt perspektiv.

## Referenser

- Agell, J & Vredin, A, [1991], "Normer eller diskretion i stabiliseringspolitiken?". *Ekonomisk Debatt*, årg 19, nr 4, s 336-350.
- Alchian, A & Klein, B, [1973], "On A Correct Measure of Inflation". *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 5, nr 1, februari, s 173-191.
- BIS [1993], *63rd Annual Report*, Bank for International Settlements, Basel, juni.
- Calmfors, L, [1979], "Lärdomar av kostnads-krisen". *Ekonomisk Debatt*, årg 7, nr 8, s 541-553.
- Carlsson, B, m fl, [1979], *Teknik och industristruktur - 70-talets ekonomiska kris i historisk belysning*. Industriens Utredningsinstitut och Ingenjörsvetenskapsakademien. Almqvist & Wiksell forlag, Stockholm.
- Feldstein, M, (red), [1991], *The Risk of Economic Crises*. A NBER Conference Report. The University of Chicago Press, Chicago och London.
- Fisher, I, [1933], "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions". *Econometrica*, vol 1, s 337-357, Oktober.
- Friedman, F, [1983], "The Roles of Money and Credit in Macroeconomic Analysis". I Tobin, J (red), *Macroeconomics, Prices and Quantities: Essays in Memory of Arthur M. Okun*. Brookings Institution, Washington DC.
- Friedman, F, & Kuttner, K, [1992], "Money, Income, Prices and Interest Rates". *American Economic Review*, vol 82, nr 3, s 472-492.
- Group of Ten [1993a], *International Capital Movements and Foreign Exchange Markets*. A Report to the Ministers and Governors by the Group of Deputies.
- Group of Ten [1993b], "Summary of Interviews with Foreign Exchange Market Participants". I *International Capital Movements and Foreign Exchange Markets*. A Report to the Ministers and Governors by the Group of Deputies. Annex 1.
- Hansson, I, & Larsson K G, [1993], "Konjunkturen huvudorsak". *Dagens Nyheter*, 7 juli.
- Institute of Fiscal and Monetary Policy, [1993], *The Mechanism and Economic Effects of Asset Price Fluctuations*. A Report of the Research Committee. Japanese Ministry of Finance, april.
- IMF [1992a], "Balance Sheet Constraints and the Sluggishness of the Current Recovery". *World Economic Outlook*, Annex 1, Maj 1992.
- IMF [1992b], "Asset Price Deflation, Balance Sheet Adjustment and Financial Fragility". *World Economic Outlook*, Annex 1, Oktober 1992.
- IMF [1993a], "Monetary Policy, Financial Liberalisation and Asset Price Inflation". *World Economic Outlook*, Annex 1, Maj 1993.
- IMF [1993b], "A note on Macroeconomic Causes of Recent Exchange Market Turbulence". I *International Capital Movements and Foreign Exchange Markets*. A Report to

- the Ministers and Governors by the Group of Deputies. Annex 5.
- Jakobsson, U, [1993], "Riksbankens penningpolitiska linje 'extrem' ". *Svenska Dagbladet*, 27 februari.
- Jonung, L, [1978], "En stabil stabiliseringspolitik". *Ekonomisk Debatt*, årg 6, nr 1, s 7-18.
- Jonung, L, [1993a], "Riksbankens politik 1945-1990. En syntes". I Werin, L, (red), *Från räntereglering till inflationsnorm*. SNS förlag, Stockholm.
- Jonung, L, [1993b], "Har normpolitiken misslyckats?". Stencil, Statsrådsberedningen.
- Lehmussaari, O-P, [1990], "Deregulation and Consumption, Saving Dynamics in the Nordic Countries". *IMF Staff Papers*, vol 37, nr 1, s 71-93.
- Lindbeck, A, [1978], "McCracken-rapporten - en kommentar". *Ekonomisk Debatt*, årg 6, nr 2, s 109-119.
- Lindgren, R, [1989], "Spekulation på finansiella marknader". *Ekonomisk Debatt*, årg 17, nr 1, s 5-12.
- Lundberg, E, [1953], *Konjunkturer och ekonomisk politik*. SNS Förlag, Stockholm.
- Lundberg, E, [1983], *Ekonomiska kriser förr och nu*. SNS Förlag, Stockholm.
- Lybeck, J, [1992], *Finansiella kriser förr och nu*. SNS Förlag, Stockholm.
- Minsky, H, [1991], "The Financial Instability Hypothesis: A Clarification". I Feldstein, M (red), *The Risk of Economic Crises*. A NBER Conference Report. The University of Chicago Press, Chicago och London.
- Myhrman, J, [1977], "Nya perspektiv på konjunkturpolitikens villkor". *Ekonomisk Debatt*, årg 5, nr 1, s 29-40.
- OECD [1992], *Economic Outlook*, december.
- OECD [1993], *Economic Outlook*, juni.
- Regeringens proposition [1992/93:150], *Reviderad finansplan m m*.
- Sjöö, B, [1986], "Valutaregleringen - en kritik". *Ekonomisk Debatt*, årg 14, nr 7, s 551-558.
- Summers, L, [1991], "Macroeconomic Consequences of Financial Crises". I Feldstein, M (red), *The Risk of Economic Crises*. A NBER Conference Report. The University of Chicago Press, Chicago och London.
- Sveriges Riksbank [1993a], "Penningpolitiska indikatorer", 5 maj. Stencil.
- Sveriges Riksbank [1993b], "Penningpolitiska indikatorer", juni. Stencil.
- Söderström, H, m fl, [1985], *Vägen till ett stabilt Sverige*. SNS Förlag, Stockholm.
- Söderström, H, m fl, [1993], *Fast kurs med flytande krona*. SNS Förlag, Stockholm.
- Tengblad, Å, [1992], "Nationalformögenheten i Sverige". I *Nationalformögenheten*. Bilaga 11, Långtidsutredningen 1992. Allmänna Förlaget, Stockholm.
- Thunholm, L E, [1991], *Oscar Rydbeck och hans tid*. Bokförlaget T Fischer, Stockholm.
- Tobin, J, [1969], "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory". *Journal of Money Credit and Banking*, februari 1969.
- Werin, L, [1983], "Perspektiv på budgetunderskottet". I *DS Fi 1983:29*. Allmänna Förlaget, Stockholm.
- Werin, L, [1984], "Hur påverkas räntan, aktiekurserna och fastighetspriserna av budgetunderskottet?". *Ekonomisk Debatt*, årg 12, nr 5, s 293-309.