

## Böcker om finanskrisen

### BOKANMÄLAN

Säkert har många läsare hört den gamla fabeln om de fyra blinda männen som möter en elefant och tar olika intryck beroende på vilken kroppsdel de råkar stöta på – en drar slutsatser om helheten utifrån elefantens ena ben, den andre utgår från betarna, den tredje från snabeln och den fjärde från svansen. Alla får därmed helt skilda uppfattningar om vad det är för sorts djur de mött. Sensmoralen är att fläckvis kunskap ger radikalt olika bilder av verkligheten.

Detsamma kan sägas om finanskrisen. Beroende på skribentens analytiska utgångspunkt och politiska färg kan finanskrisens orsaker och effekter beskrivas på väsensskilda sätt. Någon lägger skulden på felaktiga regleringar, en annan på lättsinnig penningpolitik, en tredje på alltför kortsiktig handel med komplexa värdepapper, en fjärde på globala obalanser. Skurkarna i dramat blir då i tur och ordning populistiska amerikanska politiker, Alan Greenspan, giriga bankdirektörer och alltför sparsamma kineser. I floran av böcker om finanskrisen förekommer alla varianterna.

I liberalen Johan Norbergs version (Norberg 2009) finns alla de uppräknade otäcka typerna med, men politikerna och centralbankerna får en större släng av slevan än i många andra analyser. I ekonomiprofessorn och konsulten Johan Lybecks version (Lybeck 2009) ligger problemet främst i otillräckliga regleringar av banksystemet. Ekonomiredaktören på *Time Magazine*, Justin Fox (Fox 2009), härleder däremot de underliggande problemen till ekonomernas besatthet av teorin om ”effektiva mark-

nader”. *Financial Times* finansredaktör Gillian Tett (Tett 2009) beskriver konkret hur finansiella innovationer löper amok. I vänsterekonomen Stefan de Vylders analys (de Vylder 2009) ligger orsakerna till krisen framför allt i finansmarknadernas benägenhet till upprepade excesser. Paul Krugman (Krugman 2009) ser det hela som ett resultat av den ekonomiska teorins och den ekonomiska politikens förfall efter Keynes. George Akerlof och Robert Shiller (Akerlof och Shiller 2009) menar att bubblan och den följande krisen är ett utslag av människornas (i synnerhet marknadernas) ”djuriska drifter”. Och Joseph Stiglitz (Stiglitz 2010) svingar vilt åt alla håll, men mest klappar han till skrupelfria marknadsaktörer och ”The Washington Consensus”.

För den som är obekant med ämnet torde denna myriad av förklaringar te sig som en ogenomtränglig djungel. Och ett problem är möjligen att krisen är överdeterminerad. Av allt att döma har alla de angivna orsakerna spelat in, om än på skilda sätt och med olika styrka.

Min egen bild av vad som skedde är denna (Eklund 2009): I botten låg snabb ekonomisk tillväxt med samtidig låg inflation (skapad av tekniska genombrott, globalisering och växande produktivitet). En sådan period skapar i sig alltid optimism, ökade investeringar och ökat risktagande. Euforin spädades på av låga (måhända alltför låga) styrräntor och stort inflöde av asiatiskt sparkapital till det överkonsumerande USA. Till detta kommer politiska ingrepp på den amerikanska fastighetsmarknaden, då politikerna – såväl demokrater som republikaner – tubbade bolåneinstituten att öka utlåningen även till hushåll med låg kreditvärdighet (”subprime”).

Dessa omständigheter var i sig sannolikt tillräckliga för att urholka kreditprövningen och skapa såväl börs- som fastighetsbubblor. Åtskilliga ekonomer

(däribland jag själv) spådde vid mitten av 2000-talet en kommande amerikansk recession till följd av underskott och så småningom husprispfall. Men så gott som alla prognosmakare missade den panik som utbröt hösten 2008 och som ledde till en blixtn snabb fördjupning och spridning av krisen.

Paniken kom från kreditmarknaderna och i synnerhet från kollapsen för komplexa derivat, grundade på bostadsmarknaden och riktade mot kreditmarknaden. De flesta analytiker misstänkte att där fanns problem, men dessa underskattades, delvis för att en stor del av problemkrediterna dolts utanför bankernas balansräkningar (för att undgå reglerarnas argusöga), delvis för att värdepapper prissatts på ett felaktigt sätt (på grund av felaktiga riskmodeller, samvetlös handlare och kreditvärderingsinstitut som satt i kundernas knä). När den upp- och nedvända pyramiden av krediter föll samman efter Lehmans konkurs i september 2008 eroderades tilliten till motparterna och kreditmarknaden tvärdog. I en värld av tätt sammanvinnade produktionssystem där alla led dessutom förutsätter att krediter kan omsättas och marknaden hela tiden är likvid, slår kreditmarknadens problem omedelbart mot den reala ekonomin. Produktionsfallet under det sista kvartalet 2008 blev det mest abrupta världen någonsin skådat i fredstid.

Denna generella beskrivning är inte kontroversiell. Alla de refererade böckerna innehåller samma ramberättelse. Men de ger olika vikt åt olika skeenden och de riktar sökarljuset mot olika aktörer.

Norberg och de Vylder innehåller de bredaste och mest lättillgängliga svenskspråkiga skildringarna. Båda beskriver det ovan angivna förloppet, med samma kronologi. Men skillnaderna blir ändå påfallande. Johan Norbergs bok kom först, mitt i den djupaste krisfasen när allt fokus var på den akuta bank- och

kreditkrisen. Syftet var att påminna om att finanskrisen hade ett förspel i form av dåliga regleringar, politiskt påhejad kreditgivning och låga räntor. Hans bok påpekar således att krisen inte bara var marknadens fel, utan att marknaden också hade reagerat på ett dåligt fungerande politiskt ramverk. I detta har han alldeles rätt, men min egen uppfattning är att hans analys i sin iver att förklara varför marknaden tänkte fel inte tilldelar marknadsaktörerna tillräckligt av skulden till varför det gick så illa.

Stefan de Vylder tar ett ännu bredare grepp än Norberg, i det att han placerar in dagens finanskris i ett historiskt mönster. I synnerhet beskriver han tidigare finansiella kriser under den avregleringsperiod som dominerat de senaste decennierna och visar också hur ansvariga – såsom IMF – gång på gång underskattat de moderna finansmarknadernas vana att först blåsa upp tillgångspriser och sedan se dem krascha. Därmed blir det tydligare hur den nya finanskrisen upprepar tidigare bubbelbeteenden. Detta är förtjänstfullt, samtidigt som slutsatsen om vilka som är skyldiga givetvis blir en annan än Norbergs. En brist i de Vylders bok är dock, menar jag, att han inte tillräckligt klart fångar det som var speciellt med den här krisen – hur de komplexa derivaten fungerade. Till författarens försvar ska dock sägas att detta säkerligen är ett medvetet val, eftersom han vill undvika att tynga framställningen med teknikaliteter.

Dessa finansmarknadens mekanismer spelar en större roll i de övriga granskade böckerna. Tyvärr alltför stor i Johan Lybecks. Hans bok blir nämligen nästan en knappologisk och ytterst detaljerad redogörelse för exakt vad som hände när i det amerikanska banksystemet, exakt hur vissa regleringar fungerade och exakt hur vissa värdepapper var konstruerade. Därmed blir framställningen oerhört tidsbunden och läsaren

tappar tyvärr bort skogen mitt bland alla träd.

Den motsatta svagheten – en alltför luddig analys – kännetecknar George Akerlofs och Robert Shillers bok om ”Animal Spirits”. Den är en attack på den dominerande nationalekonomiska jämviktsanalysen i vilken marknadsaktörer ses som rationella och marknader som effektiva. Akerlof och Shiller drar i stället en lans för Keynes gamla tes att marknaden då och då grips av fnatt och irrationellt flockbeteende. De knyter samman denna med nyare forskning från ekonomisk beteendevetenskap. Deras slutsats är att marknadens irrationelitet bara är en avspiegling av att vi människor inte är rationella (i ekonomernas mening) då vi fattar beslut, något som belyses i en rad kapitel med olika inriktning – om allt från arbetsmarknad till placeringsstrategi. Boken har därigenom blivit underhållande och tankeväckande, om än alldeles för slängig för min smak. Den handlar heller egentligen inte i första hand om finanskrisen utan om ett alternativt paradigm för att förstå ekonomin i stort.

Ett betydligt mer genomarbetet angrepp på teorin om den effektiva marknaden kommer från ekonomijournalisten Justin Fox. Han tar ett ambitiöst grepp (hans bok är den tjockaste av dem som anmäls i denna översikt) och ger en detaljerad doktrinhistorisk översikt över teoriutvecklingen från Irving Fisher och framåt, med talrika konkreta illustrationer från Wall Street, värdepappershandel och affärsverksamhet – ända fram till Hyman Minsky, Nassim Taleb, Andrei Shleifer och dagens finanskris. Boken är oerhört rik på information och dess kritik av den effektiva marknadshypotesen förödande. Knappast någon ekonom i den neoklassiska huvudfåran torde kunna läsa den utan att utbrista i ett ”Mea Culpa!” För den genomsnittlige *Ekonomisk Debatt*-läsaren är detta en bok som

ger mycken nytta och jag vill starkt rekommendera den till läsning för den som studerar nationalekonomi. En av dess slutsatser är att gapet mellan makro och finance måste slutas, en annan att ”shareholder value” saknar tillräckliga teoretiska fundament för att fungera som överordnat mål för företagens affärsplanering. Men boken är för svår och inomteoretisk för den intresserade lekman som utan omfattande förkunskaper vill förstå vad som skedde under krisen.

Gillian Tetts bok är också svår, i så måtto att den behandlar komplicerade ämnen – hur kreditmarknaden konkret fungerar och hur vissa komplexa värdepapper konstruerats. Men den är mer lätläst än Fox, inte minst för att dess huvudsakliga studieobjekt är de människor som arbetar på marknaden och i synnerhet de som utvecklade de komplexa kreditderivaten. Tett – som fått flera välförtjänta utmärkelser för sina ekonomiska reportage – är från början socialantropolog och här använder hon sina akademiska kunskaper för att beskriva de subkulturer som utvecklades under kreditboomen och för att förstå hur så många så begåvade personer kunde gå så komplett vilse. Hennes bok är en inblick i Trollkarlens verkstad och en fascinerade analys av marknadsaktörernas beteende. Särskilt spännande är att se hur de matematiskt sinnade ekonomer på JP Morgan som ”uppfann” flera av de komplexa värdepapperen själva förstod hur riskfyllda de kunde vara, vilket var ett skäl till att deras firma inte tog på sig så mycket sådan risk – medan andra, som följde i deras fotspår, var betydligt mer aningslösa. Samtidigt var komplexiteten i marknaden så stor att inte ens de som från början konstruerade papperen insåg hur mycket risk som till slut fanns där ute. Men den mänskliga inriktningen till trots är nog inte heller denna bok något de flesta skulle ge svärmer i julklapp.

Därmed återstår i bokfloran två namnkunniga amerikanska nobelpristagare, Paul Krugman och Joseph Stiglitz, båda välkända kritiker av den ekonomiska politik och de avregleringar som i viktiga avseenden drev fram krisen. Krugmans bok är den mer tillgängliga, dessutom översatt till svenska, men för den som redan läst hans krönikor och tidigare böcker ger den inget nytt. I själva verket är den i huvudsak en återutgivning av gammal analys, om än med ny inledning. Därmed också sagt att Krugman – som vanligt – attackerar de avfall från rätt och sann keynesianism vilka han ser som källan till de flesta ekonomiska problem i dag. Boken handlar därför mycket om den aktiva stabiliseringspolitikens revansch – samtidigt som den blir ett dagsaktuellt inlägg i den amerikanska debatten, med känslolagda argument för varför Obama och Fed-chefen Bernanke bort göra ännu mer och varför den keynesianska stimulansen måste ligga kvar länge än. Den är rappt skriven, men för egen del måste jag erkänna att Krugman i mitt tycke blivit alltför mycket predikant och alltför lite analytiker.

På sitt sätt gäller det också Stiglitz. Hans bok är om möjligt ännu vildsintare än Krugmans i dess attacker på Fed, Bush, IMF och The Washington Consensus. Men den är intellektuellt vassare och innefattar också en mer fullödig kritik av teorin om effektiva marknader samt en större förtrogenhet med marknadernas funktionssätt, belöningssystem och värdepappersinnovationer. Stiglitz har ju en imponerande bakgrund – förutom alla sina akademiska meriter har han suttit centralt i Vita Huset och i Världsbanken och sett rader av kriser inifrån; han beskriver sig själv som ”krisveteran”. Även om läsaren ibland storknar – ”Inte nu igen!” – när Stiglitz svingar sin tunga spikklubba över gamla oförrätter, fiender och rancuner ger man sig ändå

inför författarens beläsenhet, encyklopediska kunskaper och underhållande språk. Därmed inte sagt att man behöver hålla med om alla slutsatser.

Stiglitz huvudtes är att marknads ekonomin förtjänstfullt segrade över den planeconomiska utmaningen, men att framför allt USA det senaste kvartalet gick för långt i sin strävan efter att losskoppla marknaden från hämmande regleringar. Därmed släpptes finansmarknadens inneboende tendens att driva upp bubblor alltför fri. Stiglitz täcker samtliga de fält som berörts ovan och i de övriga böckerna – den politiserade utlåningen, de giriga bankirerna, de aningslösa internationella övervakarna, teorin om de effektiva marknaderna, otillräcklig makroekonomisk samordning m m. Och han ger dem alla rejäla kängor. Särskilt vällustig är hans svidande kritik mot ekonomernas oförmåga att genomskåda vad som skedde på de finansiella marknaderna. I stället för att sprida risker på ett optimalt sätt – som huvudfaran av ekonomer hävdade – medförde värdepapperiseringen och de nya instrumenten att riskerna tvärtom koncentrerades till de placerare som inte förstod vad de investerade i. Därmed ökade riskerna och sårbarheten i det finansiella systemet.

Här knyter alltså Stiglitz ihop dagens händelser med sin egen tidigare forskning om asymmetrisk information på ett slagkraftigt sätt. Men han placerar dessutom in analysen i en övergripande ideologisk ram, som till slut mynnar ut i att den anglosaxiska kapitalismen skulle må bra av att övervakas av en starkare politisk sfär, samt att den amerikanska politiken också behöver rensas från lobbygruppernas förlamande inflytande och inte minst från den finansiella sektorns dominans. Vad han söker är med andra ord en sorts historisk kompromiss som *de facto* inte låter så olik den skandinaviska välfärdsmodellen.

Summan av kardemumman är att det inte går att rekommendera en enskild bok om finanskrisen såsom den fullständiga eller mest ”korrekta” analysen. I synnerhet inte som vi bara är halvvägs igenom krisens svallvågor; ännu vet vi inte hur den slutar eller hur beslutsfattarna lyckas med att montera ned de i längden ohållbara stimulansprogrammen och stödpaketet.

Men så mycket kan sägas att Lybecks bok knappast lär leva länge, inriktad som den är på kronologi och tidsbundna detaljer. Krugman är underhållande men kan läggas åt sidan för den som läst honom förut. Akerlofs och Shillers bok är lite apart i detta sammanhang eftersom den inte i första hand handlar om finanskrisen; därför sorterar vi ut även den. För den svenska läsare som inte har några särskilda grundkunskaper men vill skaffa sig en egen uppfattning är nog mitt bästa råd att läsa Norberg och de Vylder parallellt – det är roligt och illustrativt att se hur de beskriver samma förlopp men från olika utgångspunkter. Dessutom skriver båda väl och i sympatiskt tonläge.

Återstår de tre förstahandsvalen för denna tidskrifts läsare. För den som har grundkunskaper och vill sätta sig in i den teoretiska förhistorien till krisen är Fox utomordentligt läsvärd; hans bok borde definitivt vara grundbok i finance-utbildningen. För den undrande som vill förstå mer av den faktiska krisen bland aktörerna på själva kreditmarknaden

– Hur kunde den inträffa? Hur tänkte de? Hur kunde de räkna så fel? – är Tetts fallstudie ett måste. Och över alla dessa tornar Stiglitz upp sig som den bredaste, spetsigaste, mest polemiska och ursinniga och tröttande – men också mest intellektuellt spänstiga – skildraren av krisen, i stort som smått.

*Klas Eklund*

Senior Economist vid SEB och adjungerad professor i nationalekonomi vid Lunds universitet

#### REFERENSER

Akerlof, G och R Shiller (2009), *Animal Spirits. How Human Psychology Drives the Economy and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, Princeton.

Eklund, K (2009), ”Finanskrisen i teori och praktik”, installationsföreläsning, Lunds universitet, [www.klaseklund.se](http://www.klaseklund.se).

Fox, J (2009), *The Myth of the Rational Market. A History of Risk, Reward and Delusion on Wall Street*, Harper Collins, New York.

Krugman, P (2009), *Krisen. Orsaker, verkan, åtgärder*, Leopard, Stockholm.

Lybeck, J (2009), *Finanskrisen*, SNS Förlag, Stockholm.

Norberg, J (2009), *En perfekt storm*, Hydra Förlag, Stocksund.

Stiglitz, J (2010), *Freefall. America, Free Markets and the Sinking of the World Economy*, Norton, New York.

Tett, G (2009), *Fool's Gold. How Unrestricted Greed Corrupted a Dream, Shattered Global Markets and Unleashed a Catastrophe*, Little Brown, London.

de Vylder, Stefan (2009), *Världens springnota, Finanskrisen och vägen framåt*, Ordfront & Forum Syd, Stockholm.