

Finanskrisernas anatomi – ett postkeynesianskt perspektiv

Lars Pålsson Syll

När den nyklassiska makroekonomins portalfigur Robert Lucas år 2003 höll ordförandetalet vid American Economic Associations årsmöte hävdade han att makroteorin nu kunde gå vidare eftersom ”det centrala problemet, att förebygga depression, i praktiken är löst.” Ett år senare höll Ben Bernanke – den amerikanska centralbankens nuvarande ordförande – ett lika optimistiskt hållet tal där han påstod att konjunkturcykler inte längre utgjorde ett problem för makroteorin. Faran för långvarig och djup lågkonjunktur – depression – sades höra historien till.

Nu vet även dessa Dr Pangloss sentida arvingar bättre. Sedan hösten 2008 kan det inte ha undgått någon att världsekonomin är på väg in i sin värsta nedgång sedan 1930-talet. Finansbubblornas tid – som inleddes med tulpanmanin år 1636 – tog inte slut med internetmanin åren runt millennieskiftet. Utan har följts av subprime- och värdepappersmanin åren 2007-2009. Finansbubblor är hårdigare perenner än vad etablerad ekonomisk klokskap vill medge.

Keynes och lärdomarna av den stora depressionen

Egentligen är det märkligt att den ortodoxa (neoklassiska) nationalekonomiska teorins företrädare inget verkar vilja lära av historien. Speciellt erfarenheterna av depressionen på 1930-talet borde annars vara lärorika.

Att den neoklassiska ekonomiska teori stod handfallen när denna bröt ut i slutet på 1920-talet var kanske inte så konstigt när man ser på hur den etablerade teorin vid tiden såg ut. Det centrala antagandet var att utbudet skapade sin egen efterfrågan. Var investeringarna för stora i förhållande till efterfrågan, höjde man räntan och folk efterfrågade lånemedel mindre och sparade mer. Räntan var ett känsligt instrument med vars hjälp man kunde uppnå jämvikt mellan investeringar och sparande. Pengar användes bara som bytesmedel och risken för att kretsloppet skulle brytas genom att människor tesaurerade (sparade i madrassen) uppfattades som minimal.

Som inte minst utvecklingen under 1920-talet skulle visa kan produktionen i en modern ekonomi *inte* betraktas som given. När priserna började sjunka sjönk också sysselsättningen och produktionen. Detta tolkade de ortodoxa ekonomerna som en följd av att lönerna var trögörliga. Kunde man bara öka löneflexibiliteten skulle arbetslösheten försvinna och produktionen öka. Utifrån en rent mikroekonomisk analys av individers rationella valhandlingar kom man fram till att ofrivillig arbetslöshet inte var möjlig om lönerna bara föll snabbt nog.

När depressionen drabbade 1920-talets industrivärld visade sig den ortodoxa teorin inte vara till någon större hjälp att komma ur situationen. Den engelske nationalekonomen John Maynard Keynes såg behovet av att utveckla en ny teori som på bröt mot den etablerade sanningen. I *The General Theory of Employment, Interest and Money* (1936) presenterade han sitt alternativ.

Keynes teori

Keynes angrepp på den ortodoxa teorin kom att främst inrikta sig på dess penningteoretiska fundament. Pengar var inte bara bytesmedel utan också värdebevarare. Enligt Keynes höll sig människor med likvida medel både för att de hade ett motiv att hålla sig med en viss betalningsberedskap och för att de delvis kunde ha motiv att spekulera. Om räntan befann sig på en låg nivå och förväntades stiga i framtiden fanns det oftast goda ekonomiska skäl att ha hög likviditetspreferens och ”spara i madrassen”.

I den neoklassiska teorin hade räntan varit den främsta bestämningsfaktorn bakom sparandet. Keynes menade dock att nationalinkomstens storlek i de flesta sammanhang var en viktigare bestämningsfaktor. Människor sparade först när de hade inkomster som var stora nog att täcka deras konsumtionsbehov.

Keynes kritik av neoklassikernas penningteori mynnade också ut i en ny syn på själva låneräntan. Istället för att bestämma låneräntan som ett resultat av utbud och efterfrågan på lånemedel menade Keynes att den snarare var bestämd av utbud och efterfrågan på pengar. Räntan var en monetär företeelse och inte alls det jämviktsskapande medel för sparande och investeringar som neoklassikerna hävdade.

Pengar har inget inneboende värde. De går inte att äta. Deras värde ligger i vad det går att köpa för dem och den flexibilitet de ger oss över tiden vad avser betalningar av allehanda slag. Samma sak gäller också för finansiella tillgångar. Inte heller de går att äta. Men de kan ge oss ränta och förr eller senare spenderas.

I *General Theory* analyserar Keynes speciellt spekulationsmotivet för att hålla kontanta medel. Han ser det som i grunden ett uttryck för den osäkerhet som råder och är beroende av ständigt fluktuerande och motstridiga förväntningar. Det gäller speciellt de tillgångar som inte har ett säkert värde, som t ex valutor och aktier. Värdet på dessa tillgångar är alltid osäkert och ger därför också alltid en osäker avkastning. Vissa aktörer, spekulanter, försöker utnyttja detta genom att köpa tillgångarna ”billigt” och sälja dem ”dyrt”. För att lyckas med detta – och för ”systemets stabilitet” – är det väsentligt att det finns olika uppfattningar om det som är ovisst. Eftersom dessa uppfattningar i hög grad är subjektiva kan den spekulativa efterfrågan på pengar ibland vara väldigt volatil (rör sig snabbt upp och ner). Det enda som behövs är tillräckligt många aktörer och tillräckligt stora prisvariationer för att göra spelet lönsamt.

I senare diskussioner talade Keynes också om ett finansmotiv för att hålla kontanter. Om beslut att investera till exempel ökar, kommer den extra finansiering detta kräver att utgöra en ökning av efterfrågan på pengar.

Finansmotivets betydelse på makroplanet hänger samman med investeringarnas variation över tiden eftersom det bara är när aktörerna – speciellt entreprenörer och investerare – planerar att göra nya investeringar som det spelar någon roll. I en stationär eller ”likformigt framåtskridande” ekonomi, där investeringsvolymen är given och känd, spelar det ingen roll.

För Keynes är framtidens ovisshet och kunskapens ofullständighet oeftergivliga förutsättningar för verkliga valhandlingar och tidens betydelse. Och det är också här pengars avgörande betydelse kommer in. Om vi inte vet vad framtiden bär med sig försöker vi på olika sätt att gardera oss och kanske skjuta upp beslut. Om vi är osäkra på avkastningen på en tänkt investering väljer vi kanske att ha kvar våra medel i likvid form – pengar – och skjuta upp investeringsbeslutet på framtiden då osäkerheten kanske minskat.

I en ren bytesekonomi föreligger inte möjligheten att via pengar skjuta upp konsumtion och investeringar till framtiden. Alla köp motsvaras av samtida försäljning. I moderna samhällen där pengar i någon form används som betalningsmedel finns det en möjlighet – och via ränta på pengar man sätter in på banken också en lockelse – att skilja de två momenten åt. Att välja att hålla sina tillgångar i penningform är detsamma som att skjuta upp beslut som man upplever som idag för osäkra till en förhoppningsvis mindre osäker framtid. I stället för att göra en felinvestering idag hoppas man göra en vinstgivande investering i morgon. Och under mellantiden håller vi på våra pengar eller förräntar dem på banken. Detta skapar en ökad frihet åt individen, men ökar tyvärr också de ekonomiska riskerna på främst samhällsnivå.

Att tänka bort pengar ur våra ekonomiska modeller är att tänka bort ekonomin. Det som motiverar och styr människors agerande i en ekonomi har ofrånkomligen med pengar att göra. Och lika lite som människors val kan behandlas som i någon mening neutrala kan pengar det. De problem våra ekonomier återkommande hamnar i visar på effekterna just av att de specifika val och penningplaceringar vi människor gör.

Osäkerheten inverkar dubbelt på investeringarna. Direkt genom att göra investeraren mindre benägen att satsa på ett osäkert projekt och indirekt genom att höja räntorna och därigenom minska investeringarna. För Keynes är de fall då osäkerheten är stor mest intressanta eftersom denna ovisshet i normalfallet reducerar investeringsverksamheten och därigenom bidrar till sysselsättningsproblemets förvärrande. I sådana situationer väljer investerare ofta att hålla sina tillgångar i form av pengar. Vår benägenhet att hålla pengar som värdebevarare fungerar på så vis som ett slags mätare på hur stor tillit vi har till våra framtidsförväntningar. Ju osäkrare vi känner oss, desto högre premium kräver vi för att skilja oss från våra pengar. Räntan är ett mått på hur stort detta premium är. Den likviditetspreferens individer oftast har beror i grunden på ovissheten i den framtida ränteutvecklingen och måste på något sätt kompenseras om vi ska avstå från den.

Penningräntan är högsta hönset i korgen – ”rules the roost” som Keynes skriver – och begränsar sysselsättningsnivån i samhället eftersom investeringar bara äger rum om man förväntar sig att deras avkastning är högre än den gängse räntan. Detta är inte så märkligt som det först kanske kan verka. Varför skulle någon byta en nästintill säker avkastning på sina bankmedel mot en osäker vinst på en investering?

Ur samhällsekonomisk synpunkt uppstår det stora problem när vinsten på kapitalinvesteringar är lägre än penningräntan. Då avstannar produktionen av kapital, investeringarna minskar och arbetslösheten ökar. Penningräntan kan när den sjunkit under en viss nivå vara okänslig för en ökning i penningmängden och då måste man enligt Keynes tänka sig andra medel för att få fart på ekonomin.

Att pengar har ett speciellt likviditetspremium och kan fungera som värdebevarare gäller dock bara under förutsättning att dess värde inte helt förstörs av inflation. Om den allmänna prisnivån stiger är det inte längre självklart önskvärt att hålla sina tillgångar i

form av pengar, utan någon annan tillgång (juveler, tavlor, guldtackor) kan till stor del överta dess roll. Visserligen är historien full av exempel på finansiella innovationer som försöker motverka detta genom att öka tillgången på pengar och kredit, men de förekommer sällan när man som bäst behöver det – när ekonomin hänger på repen och hjulen slutat snurra.

Investeringar, efterfrågan och ekonomisk politik

Investeringsbeslut beror främst på relationen mellan kapitalets marginalproduktivitet och låneräntan. Är låneräntan högre än den förväntade framtida avkastningen på investerat kapital avstår man från att investera. Problemet med investeringarna är att de är känsliga för affärsvärldens förväntningar och framtidsbedömningar och att förändringar i dessa mycket snabbt kan leda till att effekterna av eventuella ränteförändringar neutraliseras. Det är därför inte säkert att en expansion av penningmängden med påföljande räntesänkning leder till ökade investeringar. Staten måste därför ta en mer aktiv del i skapandet av en större effektiv efterfrågan som kan skapa arbete och välbefinnande.

När de privata investeringarna visar sig vara otillräckliga, är samhällets ingripande det enda som hjälper. För Keynes är det ett viktigt faktum att det föreligger fundamentala tendenser i kapitalismen mot stagnation och depression och att det därför även på lång sikt kan behövas ”en någorlunda omfattande socialisering av investeringen” för att ”säkerställa tillnärmelsevis full sysselsättning”.

Keynes analys visar med eftertryck att de ortodoxa ekonomernas penningpolitik är ett alldeles för trubbigt instrument för att åtgärda ekonomins mer fundamentala systembrister och konjunkturella problem. Riksbank och regering kan inte i någon större utsträckning påverka räntan och därmed investeringarna. Vad värre är – när likviditetsfällan slår igen under lågkonjunkturen hjälper inga räntesänkningar. Även om penningpolitiken skulle resultera i sänkt ränta skulle affärsvärldens pessimistiska framtidsförväntningar mycket väl kunna neutralisera dess effekter. Skall man ta sig ur lågkonjunkturer och ekonomiska depressioner krävs vassare och effektivare instrument. En aktiv finanspolitik behövs om inte massarbetslösheten ska riskera att leda till mer revolutionära lösningar.

Keynes ville bevara det kapitalistiska ekonomiska systemet, men bara aktiva statliga åtgärder kunde skapa den nödvändiga stabiliteten och förutsättningarna för långsiktig tillväxt och sysselsättning. Bättre en reformerad kapitalism av blandekonomiskt snitt än ingen kapitalism alls är Keynes devis.

Keynes antikapitalism vänder sig främst mot systemets oförmåga att upprätthålla full sysselsättning och dess orättvisa förmögenhets- och inkomstskillnader. Dess negativa sidor symboliseras främst av rentieren – ”den funktionslöse investeraren”. Genom att sänka räntan – något han under de sista femton åren av sitt liv ihärdigt propagerade för – hoppades Keynes att kapitalmängden skulle öka så pass mycket att man fick se ett stillsamt bortdöende av ”kapitalisternas kumulativa förtryckande makt” att utnyttja kapitalets knapphetsvärde. I en värld med redan stora problem är det värre att framkalla arbetslöshet än att ”göra rentieren besviken.”

Kritiken av kasinoekonomin

Keynes argumenterade för att finanskriser är ett återkommande inslag i vår ekonomi och kopplad till dess fundamentala finansiella instabilitet: ”De senare stadierna av högkonjunkturen kännetecknas ofta av optimistiska förväntningar beträffande

kapitalvarornas framtida avkastning ... På organiserade värdepappersmarknader som påverkas av köpare som ofta är okunniga om vad de köper och av spekulanter som mera intresserar sig för prognoser angående de närmaste växlingarna i stämningarna på marknaden än för en rimlig uppskattning av kapitalföremålens framtida avkastning är det naturligt att den besvikelse som inträder på en överdrivet optimistisk och överhettad marknad skall göra sig gällande med plötslig och rent av katastrofal styrka” (Keynes 1993 s 353).

Keynes menade att det finansiella systemet som är nödvändigt för en vital marknadsekonomi genom att länka entreprenörernas ”djuriska instinkter” över i investeringar, är samtidigt så instabilt och känsligt att det lätt hamnar i kris. Ekonomin genomsyras av genuint osäkra förlopp och händelser som gör att beslutsfattandet många gånger grundas på ofullständig kunskap. De uppskattningar som företagen gör av framtiden baseras ofta på rena gissningar. De påverkas därför snabbt och kraftigt av skiftningar i den ekonomiska opinionen. Marknaden ”kastats tvärt mellan optimism och pessimism”. Ställda inför denna osäkerhet försöker man göra som alla andra. Det är denna ”hjordinstinkt” som bidrar till att länders utveckling ofta får karaktären av att vara ”en biprodukt av kasinoaktiviteter”.

Enligt Keynes är spekulering ”den verksamhet som går ut på att förutse marknadens psykologi.” Över tiden menar han att den kommit att vinna överhanden på ”företagandets” bekostnad. Allt eftersom finansmarknaderna växer och får större inflytande över ekonomin ”ökar risken för att spekuleringen skall vinna överhanden”. Spekulanterna ”kan vara oförargliga så länge de bara är bubblor på ytan av företagandets breda ström. Men läget blir allvarligt när företagandet blir en bubbla ovanpå en virvel av spekulering. När kapitalbildningen i ett land blir en biprodukt av verksamheten i ett kasino är det troligt att arbetet blir illa utfört” (a a s 193-194).

Förväntningarna på lång sikt i en ekonomi styrs i hög grad av det förtroende med vilket marknadens aktörer gör sina framtidsprognoser. Detta påverkas i sin tur i hög grad av ”empiriska observationer av marknaden och av affärslivets psykologi” (a a s 185). De kunskaper som man baserar sina framtidsprognoser på är ”ytterst bristfälliga” och leder till att affärsmännen i praktiken spelar ett ”blandat intelligens- och hasardspel”. Till detta har på senare tid kommit att marknader för värdepapper snabbt har expanderat, vilket enligt Keynes ”stundom bidrar till att minska det ekonomiska systemets stabilitet” (a a s 185). Marknaderna styrs av konventionen att det nuvarande tillståndet ska fortbestå för all framtid ”såvida vi inte har särskilda skäl att vänta en förändring” (a a s 186). Denna konvention är dock ytterst bräcklig. Skälet är bl a att finansmarknadens växlingar från dag till dag ”tenderar att utöva ett alldeles överdrivet och rent av absurt inflytande på marknaden” och att plötsliga åsiktsförändringar framkallar ”vågor av optimism och pessimism” (a a s 188). Professionella investerare och spekulanter är till stor del upptagna av att ”förutse ändringar i den konventionella grundvalen för värderingarna kort före den övriga allmänheten” (a a s 189). Detta är det ”ofrånkomliga resultatet” av värdepappersmarknadens själva organisation, där syftet är att ”vara listigare än den stora massan och lämna det dåliga eller deprecierade myntet till nästa granne” (a a s 190).

Enligt Keynes kan finansmarknaden liknas vid en slags sällskapsspel ”där den vinner som säger Snap varken för tidigt eller för sent”. Eller vid en slags skönhetstävling där priset tillfaller ”den deltagare vars val närmast överensstämmer med den genomsnittliga uppskattningen hos samtliga deltagare” (a a s 191).

Följden av detta beteende på finansmarknaden blir att investeringar genomgående görs utifrån kortsiktiga överväganden snarare än långsiktiga. Även om detta är mest lönsamt finns det ”inga klara belägg” för att det skulle vara ”socialt förmånligt.”

En ekonomi där spekulatören har fått stort utrymme innebär ”inte bara att kriser och depressioner blir överdrivet häftiga, utan även att det ekonomiska välståndet i överdrivet hög grad blir beroende av att den politiska och sociala atmosfären tilltalar den genomsnittlige affärsmannen” (a a s 194).

En motvillig räddare i nöden

Keynes såg sig genomgående som en liberal vänsterman. I essän ”Liberalism and Labour” säger han sig förespråka en ”fantasirepublik belägen långt till vänster i det himmelska rummet” (Keynes 1963 s 341). Även om det fanns goda skäl för olikheter i inkomst och förmögenhet ansåg han att de var för stora och många gånger både icke-önskvärda och onödiga. Föreställningen om att man måste välja mellan jämlikhet eller tillväxt var förfelad. Minskade inkomstklyftor skulle öka den genomsnittliga konsumtionsbenägenheten och därigenom öva en positiv inverkan på kapitalbildning och följaktligen bidra till ekonomisk tillväxt.

Keynes förespråkade större ekonomisk jämlikhet, men alls inte ett fullständigt nivellerande av människors drivkrafter att tjäna pengar. Med argumentet att ”det är bättre att en person får tyrannisera sitt bankkonto än att han får tyrannisera sina medmänniskor” försvarade han uppfattningen att det var klokt att låta spelet ha sin gång, men att insatserna inte behövde vara så stora som de numera är.

Trots att Keynes främst var ekonom glömde han aldrig bort att ekonomiska värden aldrig självklart trumfar över alla andra värden. Ekonomiska problem är inte alltid de viktigaste och Keynes hoppades att ekonomer skulle lyckas göra sig själva överflödiga och i framtiden mer betraktas som ”på jämställd fot med exempelvis tandläkare”.

Att Keynes tänker sig ett ökat statligt inflytande över samhällsekonomin ska inte tolkas som att han förespråkade införande av planekonomi eller statligt ägande av produktionsmedlen. Själv menade han att konsekvenserna av hans teori var ”moderat konservativa”. Visserligen var inte marknadsekonomin felfri, men det fanns inte heller några starka skäl att tro att en centraldirigerad ekonomi skulle vara det. Socialiseringen avsåg bara att gälla investeringsverksamheten. De enskilda initiativen och besluten skulle i övrigt få styra såsom de alltid gjort i marknadsekonomier. För att rädda helheten (kapitalismen) fick man dock vara beredd att offra delarna (investeringarna).

Dagens finanskris

Under 1980-talet genomfördes världen över omfattande avregleringar på den finansiella marknaden. Detta medförde att en snabbt expanderade kreditgivning. Utbudet skapade sin egen efterfrågan, karusellen började snurra och spekulatören tog vid. Bankernas, finans- och fastighetsbolagens utlåning ökade lavinartat och satsningen på att vinna allt större marknadsandelar gjorde att kontrollen av kreditvärdighet eftersattes och dåliga kundförbindelser i större utsträckning kom att accepteras. De kostnader som den ökade riskexponeringen medförde internaliserades aldrig i det finansiella systemet. När bra pengar kastas efter dåliga kan vinsterna på kort sikt öka, men på längre sikt ledde det ökade risktagandet och acceptandet av dåliga kreditsäkerheter till en oundviklig

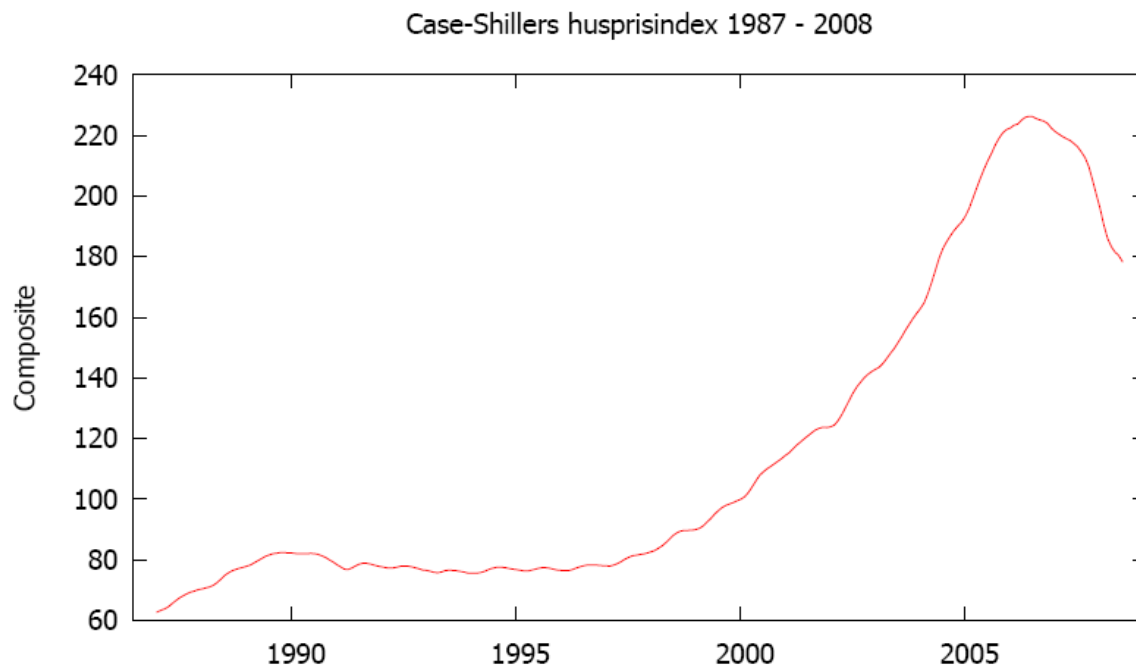
finansiell kris som i början på 1990-talet utvecklades till en djup lågkonjunktur. Lättsinnigheten från det tidiga 1980-talets spekulatöns ekonomi ersattes av kreditåtgärning och större krav på säkerhet. Det följde några år av konsolidering och tillväxt.

I början av år 2000 utkom en bok med den slående titeln *Irrational Exuberance*. Den amerikanske ekonomiprofessorn Robert Shiller varnade i denna för att de omfattande avregleringar på den finansiella marknaden som ägt rum sedan Thatcher-Reagan-eran medfört en alltför snabb kreditexpansion. Bankernas och finansbolagens utlåning ökade lavinartat och satsningen på att vinna allt större marknadsandelar gjorde att kreditvärdighetskontrollen eftersattes och dåliga kundförbindelser kom att accepteras. Framför allt IT-aktiernas värden var oproportionerligt höga. Det skulle leda till en oundviklig finansiell kris.

Shiller fick rätt. Mindre än två månader efter bokens publikation gick det som det brukar. Bubblan sprack och finansmarknadskrisen var ett faktum.

Eftersom människans minne är kort, tornar nu orosmolnen åter upp sig. I *The Subprime Solution* (2008) visar Shiller hur samma mekanismer åter skapat en finansiell härdsmälta.

Den kris den globala ekonomin nu är mitt uppe i har sitt ursprung i den spekulativa bubbla som utvecklades på den amerikanska bolånemarknaden mellan 1997 och 2006 (se figuren nedan). Trots att räntor och byggnadskostnader sjönk kom huspriserna under de tio år då bubblan blåstes upp att stiga med i genomsnitt 85 procent. Sedan dess har priserna sjunkit i en allt snabbare takt och ligger idag på en nivå som är halvvägs tillbaka till prisnivån före manin. En tydligare bubbelindikation är nog svår att finna.



Källa: S&P databas februari 2009 (huspriser till 2008:10).

Man släpper på gängse normer när man tror att tillgångspriserna stiger i det oändliga. Värdepapperiseringen – att man gör värdepapper på bostadslånens hypotek – har också

bidragit till att riskerna ompaketerats och gjorts osynliga i så kallade ”collateralized debt obligations” (CDOs). Detta har också gjort att långivarna många gånger inte brytt sig om kvaliteten på de lån man gett, eftersom man ändå sålt dem vidare på en värdepappersmarknad där köpare inte alltid vetat vad man de facto köpt. Så länge priserna steg var det få som på allvar ifrågasatte denna pyramidspelsliknande Ponzifinansiering (högriskfinansiering som innebär att en låntagare bara kan betala tillbaka sina lån genom att ta nya lån). Om låntagarna verkligen klarar av att betala sina lån eller inte betyder inget för långgivaren så länge tillgångspriserna stiger. Får låntagaren betalningsproblem kan lånen antingen läggas om eller så betalas hypoteket tillbaka via försäljning av huset. Och har man överlåtit lånen till ”speciella företag” via CDOs är det överhängande problemet någon annans.

Hypotesen om finansiell instabilitet

Det genomgående mönstret är detsamma i denna som i andra finanskriser. Av någon anledning uppstår en förskjutning (krig, innovationer, nya spelregler m m) i det ekonomiska kretsloppet som leder till förändringar i bankers och företags vinstmöjligheter. Efterfrågan och priser stiger och drar med sig allt fler delar av en ekonomi som hamnar i ett slags eufori. Fler och fler dras med och snart är spekulationsmanin – vare sig det gäller tulpanlökar, fastigheter eller bolån – ett faktum. Förr eller senare säljer någon för att ta ut sina vinster och en rusning efter likviditet sätter in. Det har blivit dags att hoppa av karusellen och lösa in sina värdepapper och andra tillgångar i reda pengar. Ett finansiellt nödläge uppstår och breder ut sig. Priserna börjar sjunka, konkurserna ökar och krisen påskyndas och går över i panik. För att hindra den slutliga kraschen dras krediten åt och man börjar ropa på en långgivare som i sista hand kan garantera tillgången på de efterfrågade kontanta medlen och återupprätta förtroendet. Lyckas inte detta är kraschen ett faktum.

Finansmarknader fungerar i grunden som ett slags informationscentral. Eftersom aktörerna inte har fullständig information tenderar de att skaffa sig information om ekonomins fundamenta genom att helt enkelt iaktta varandras handlande. Flockinstinkten får marknadens aktörer att tänka i takt och bidrar till att utvecklingen ofta får karaktären av att vara en biprodukt av kasinoaktiviteter. Med den nya tekniken och instrumenten kommer ett inbyggt tvång att handla snabbt, vilket ger ytterligare näring åt hjordbeteendet. Informationen hinner inte smältas utan ska genast omsättas i handling baserad på gissningar om hur ”de andra” kommer att reagera när informationen blir allmän. Detta leder i sin tur leder till ökad riskexponering.

Vår tids kanske främste finanskristeoretiker, Hyman Minsky, hade som bärande idé i sina arbeten att kriserna är endogena (systeminterna) företeelser där stabilitet skapar instabilitet och minskade säkerhetsmarginaler för finansiella transaktioner med allt för höga hävstångseffekter. Under finansbubblornas uppgångsfas minskar säkerhetsmarginalerna och även den minsta motgång kan leda till att förväntningar inte infrias och tvinga företag och investerare att revidera sina planer för att överhuvud kunna klara av sina ”cash-flow commitments”. Följden kan bli att man måste sälja av tillgångar, vilket bidrar till en skuldeflationsprocess med ständigt större reala skuldbördor och problem att lösa likviditetsproblem genom avyttring av tillgångar. ”Although the obvious flaw in capitalism centers around its inability to maintain a close approximation to full employment, its deeper flaw centers around the way the financial system affects the

prices and demands of outputs and assets, so that from time to time debt and debt servicing rise relative to income so that conditions conducive to financial crises are endogenously generated. Such a crisis is, if not contained by a combination of Central Bank lender of last resort interventions, which sustain profits, leads first to a collapse of investment and then to a long lasting depression accompanied by mass unemployment” (Minsky 1993 s 9).

Enligt Minsky var detta oundvikliga processer. ”Stability creates instability” även utan euforier och överdriven optimism Under uppgångsfasen bekräftas bankernas lånepraxis och validerar även de mer riskfyllda projekten. I enlighet med informationskaskadtanken får vi en logik där det som från början framstätt som riskabelt i slutändan upplevs som helt riskfritt. Bankerna blir mer och mer självsäkra.

Värdepapperiseringen har inneburit att traditionell kreditvärdering ersatts av kreditvärdering som utförs ratingföretag utan förstahandskunskaper om låntagarna. Detta bygger på ett slags stokastiserande av bedömningarna där man i stället för att utgå från varje enskild låntagares kredithistorik försöker betrakta låntagarna som slumpmässiga realisationer av en ”representativ” låntagare med risker som följer en normalfördelningskurva med givet medelvärde och variation. Men om verklighetens låntagare inte uppvisar den grad av homogenitet som ett sådant statistiskt förfarande bygger på bli modellkonstruktionens brister uppenbara. När risken visar sig vara ”fat tail” förbyts uppsåtet att minska och fördela riskerna i sin motsats. Kruxet är bara att detta inte syns riktigt förrän krisen är i full blom och det ”representativa” låntagaren hänger på repen. Tillgångar som bankerna försökt flytta utanför balansräkningen med hjälp av värdepapperisering dyker upp igen när de institut man skapat utanför balansräkningen tvingas be om hjälp för att lösa akuta likviditetsproblem.

Krisen visar hur systematiskt otillräckliga kreditvärderingar är i dagens finanssystem. En av de grundläggande orsakerna är att de som tar riskerna inte längre är ansvariga för att värdera låntagarnas förmåga att bära sina kostnader. De instrument som av finansmarknadens egna representanter brukar sägas vara skapade för att fördela risken på ett optimalt sätt mellan olika aktörer klarar inte av att fylla sin uppgift när det inte finns något trovärdig mekanism för att bedöma riskerna. Inte ens på kapitalismens flaggskepp, de finansiella marknaderna, lyckas man reducera ekonomins genuina osäkerhet till hanterbara stokastiska risker (stokastiska processer är typ dem vi har när vi singlar slant och vi vet att utfallen med säkerhet är antingen krona eller klave och där slumpmässigheten gör att vi vid upprepade slantsinglingar har lika stor chans att få krona som klave). Om värdepapper och andra tillgångar prissätts utifrån de risker som skattas med antaganden som gäller för stokastiska normalfördelningsmodeller kan dessa priser aldrig bli bättre än de modellantaganden de bygger på. I normala tider kan de kanske ge hyfsade approximationer, men när bubblor växer och framtiden definitivt inte ser ut som historien (ekonomier är i statistisk mening inga ergodiska system, där processer är oföränderligt desamma över tiden) stavas resultatet kris.

Krisen bottenar i ett finansiellt system som systematiskt undervärderar risker och över värderar kreditvärdighet. Den finansiella instabilitet som Minsky menade genomsyra finansmarknaderna kan vi inte eliminera helt. Men vi kan se till att införa regelverk och institutioner som minimerar skadeverkningarna.

Precis som Minsky betonar Shiller att bubblor är ett oundvikligen återkommande inslag i en ekonomi med fritt spelrum för väsentligen oreglerade marknader. Men Shiller menar

också att vår tids omvärdering av arbete och rikedom spelar in. Under de senaste årtiondena har människors syn på sin roll i ekonomin genomgått en avgörande omvandling. Från att utifrån en protestantisk arbetsetik i grunden se på arbete som basen för vår välfärd har idén om att vi ska förvänta oss göra pengar på investeringar i allt större utsträckning spridit sig. Dagens hjälte är inte den hårt arbetande industriarbetaren utan den smarte investeraren, för vilken pengar inte längre ett medel utan ett mål i sig. Enligt Shiller är detta omtänkande den djupast liggande orsaken till krisen. Här är mörkrets hjärta.

Finansiell beteendeteori

Att Shiller betonar just de psykologiska aspekterna är inte så märkligt mot bakgrund av att han är en ledande företrädare för den forskningsinriktning inom finansiell ekonomi som kallas finansiell beteendeteori.

Som ung vetenskap var nationalekonomin intimt sammanknippad med andra vetenskaper som filosofi och psykologi. Adam Smith, till exempel, var ju en av sin tids främsta moralfilosof. Med tiden sökte många ekonomer medvetet att distansera sig från andra vetenskaper. Den ekonomiska vetenskapen skulle bygga på egna fundament i stället för de skakiga grunder en omogen och ovetenskaplig psykologi kunde förse den med.

På senare tid har dock allt fler ekonomer börjat inse behovet av att bygga sina modeller på mer realistiska psykologiska fundament. Beteendekonomen har snabbt etablerat sig som en bärkraftig del av ekonomiämnet med ett stort inflytande inom särskilt finansiell ekonomi. Att inte beakta finansmarknadens djuppsykologiska dimensioner uppfattas mer och mer som att spela Hamlet utan prinsen av Danmark.

Hypotesen om effektiva marknader – finanskrisens icke-vara

I den traditionella ekonomiska klokskapen har hypotesen om effektiva marknader länge varit central. Hypotesen säger i korthet att de priser som etableras på finansiella marknader motsvarar ekonomins fundamentala värden eftersom alla investerare är rationella och eliminerar förekomsten av priser som avviker från fundamenta.

Monetarister och nyklassiker brukar betrakta marknadsmisslyckanden och imperfektioner som tillfälliga avvikelser från den perfekta och effektiva marknadens ideal. De ifrågasätter till och med om man verkligen kan tala om finansiella kriser. Enligt hypotesen om effektiva marknader återspeglar bubblor och manier egentligen bara underliggande fundamenta i ekonomin.

Milton Friedman hävdade att spekulering skulle vara stabiliserande på en konkurrensinriktad finansmarknad. När priset befinner sig över sin jämviktsnivå förväntar sig spekulanterna att det ska falla och säljer. Detta – och aktörernas rationella förväntningar om att detta ska ske – får utbudet att öka och priset att snabbt gå mot jämviktsnivån (se Friedman 1953). Spekulation är här liktydigt med arbitrage i den bemärkelsen att handlingsregeln är att (över tiden) köpa billigt och sälja dyrt. Denna modell förutsätter att dess aktörer gör riktiga uppskattningar av jämviktsnivån och att så också sker i verkligheten. Detta behöver dock inte vara fallet. I en värld som inte styrs av händelseförlopp som kan beskrivas i termer av givna sannolikhetsfördelningar (en icke-ergodisk värld) kan det vara så att ingen eller flera jämviktspunkter existerar. I det senare fallet vet man inte vid vilket jämviktsläge ekonomin befinner sig. Aktörernas handlande

stys kanske mer av förväntningar, konventioner, flockinstinkter och försök att gissa vad andra tror o s v. I den verkliga världen betyder psykologi och fingerspetskänsla mer än metafysiska funderingar kring eventuella jämviktspriser. Förväntningar och försanthållanden styr marknaden och får ofta självuppfyllande effekter.

Hypotesen om effektiva marknader utesluter däremot all form av prisförändringar som inte uppkommer till följd av förändringar i ”fundamenta”. Om asymmetrisk information föreligger är det enda som behövs ökad transparens så att informationsinhämtningskostnaderna blir i det närmaste obefintliga. Marknadspriset inkorporerar all tillgänglig information om dessa fundamenta, och därför kan spekulering inte vara destabiliserande.

Enligt en tidig version av hypotesen är en effektiv marknad en marknad som ”anpassar sig snabbt till ny information” (Fama et al 1969 s 3). En mer modern version säger att effektiva marknader kännetecknas av att tillgångspriserna ”till fullo återspeglar all tillgänglig information” (Fama 1991 s 1575). Detta innebär att priserna alltid befinner sig på en nivå som ges av ekonomins fundamenta.

Denna *starka* version förutsätter egentligen att information är kostnadsfri. En *svagare* version tar hänsyn till att information i verkligheten har ett pris och att tillgångspriserna därför bara återspeglar information upp till den punkt där informationens marginalintäkt (den förväntade vinstökningen) överstiger dess marginalkostnad (kostnaden för att samla in ytterligare information).

Om hypotesen är riktig innebär det att:

- tillgångspriser enbart fluktuerar slumpvis över tiden, endast påverkade av icke-förväntad ny information
- allmänt känd och tillgänglig information alltid återspeglas i tillgångspriserna
- ny information snabbt inkorporeras i tillgångspriserna

Verkligheten visar dock något annat. Finansmarknaden fungerar inte som hypotesen hävdar. Marknadens aktörer är inte perfekt informerade och rationella. Ofullständig information, asymmetrisk information, ny information, selektivt nyttjande av information, mäklartips, externa händelseförlopp, trendjagande, extrapolering, multipla jämvikter, stämningsslägen och framtidsförväntningar kan alla få priser att kraftigt avvika från eventuella jämviktspriser och får marknaden att svänga snabbt fram och tillbaka. Marknaden fungerar i verkligheten med stor ryckighet, vilket kan leda till betydande negativa realekonomiska konsekvenser.

Här föreligger också ett summationsproblem. Det som kanske minskar risken för den enskilde placeraren kan få helt andra effekter på marknaden i sin helhet. Om t ex en placerare tycker att indikatorer föreligger på att tillgångspriserna faller, säljer han ut, vilket får andra att göra detsamma, vilket får priset att falla ännu mer o s v. När enskilda placerare på detta sätt försöker ”se om sitt eget hus” riskerar i själva verket alla att förlora ännu mer.

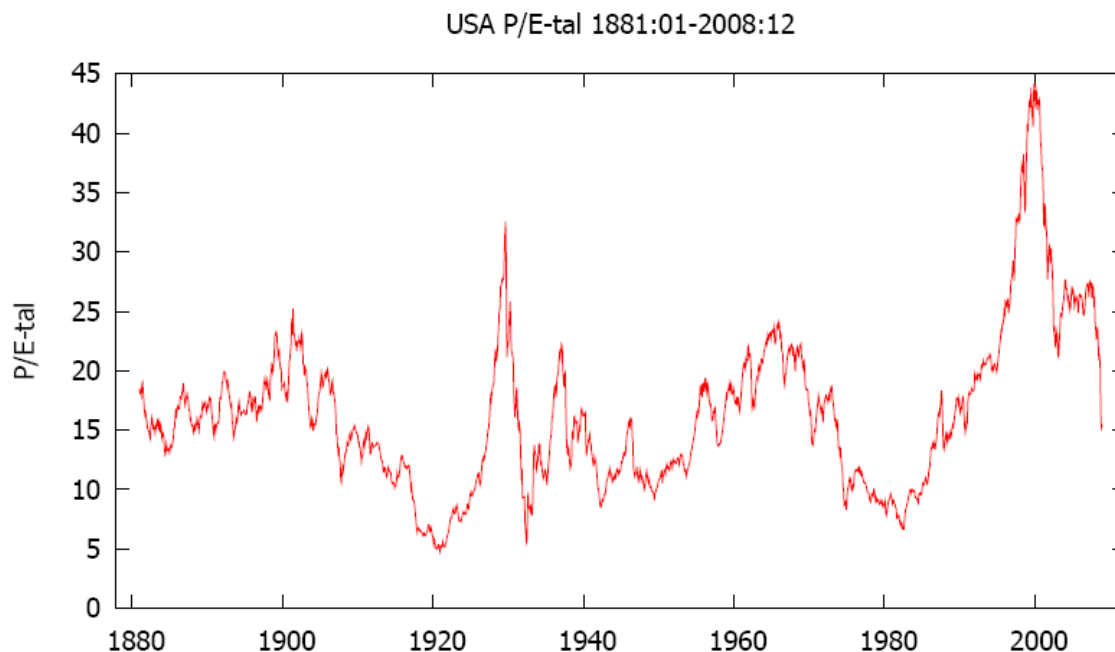
Det är svårt att inte hålla med Paul Krugman när han drar slutsatsen att ”vi vet hur vi ska konstruera modeller av effektiva marknader, men vad vi konfronteras med är uppenbart icke-effektiva marknader” (Krugman 1993 s 13).

Hypotesen om effektiva marknader är inte ett axiom, även om det ofta behandlas som sådant av dess tillskyndare. Men om den ska vara vetenskapligt intressant måste den tas för vad den är – en prövbar hypotes. Teorier om spekulativa bubblor visar att ”rationella” spekulanter kan spekulera utan att förlora pengar. Förekomsten av dessa spekulanter visar att Friedmans argument att spekulering inte kan vara destabiliserande eftersom sådana spekulanter skulle förlora pengar inte håller. Tvärtom de slutsatser som Friedman och andra förespråkare för hypotesen om effektiva marknader drar, så har också återkommande kriser med eftertryck visat att spekulering är destabiliserande, inte stabiliserande.

På finansmarknaderna finns aktörer med olika motiv (arbitrage, försäkring, risktagning) för att bedriva handel. Detta är i själva verket en förutsättning för att marknaden ska kunna fungera. I finansmarknadsmodeller opererar man ofta med två kategorier av handlare, tekniska analytiker (som utifrån historiska data försöker dra slutsatser om företags och aktiers framtida utveckling och värde) och fundamentalister (som mer fokuserar på hur ekonomins fundamenta i form av ränta, arbetslöshet, inflation o d ser ut). Modellerna visar hur spekulativa bubblor kan uppstå även på rörelser som har sitt ursprung i fundamenta. I vissa av modellerna resulterar samspelet mellan dessa kategorier i kaos.

Finansiell beteendeteori har kunnat visa att bilden av investerare och spekulanter som rationella är svår att förena med fakta hämtade från verkliga finansmarknader. Investerare verkar handla mer med utgångspunkt från brus än information. De extrapolerar utifrån korta tidsförlopp, är känsliga för hur problem presenteras, är dåliga på att revidera sina riskbedömningar och ofta överkänsliga för humörsvängningar. Följden blir att en tillgångs pris och verkliga värde kan avvika under en längre tid. Irrationalitet är inte irrelevant på finansmarknader.

Shiller visar i *Irrational Exuberance* utifrån egna empiriska undersökningar av finansmarknadens fluktuationer (se uppdaterad figur nedan) att aktievärdenas svängningar var väsentligen högre än vad som är förenligt med hypotesen om den effektiva marknaden.



(P/E-talet (Price/Earnings-Ratio) anger kvoten aktiekurs/vinst och brukar tolkas som ett mått på aktiers tillväxtpotential. Ett högt P/E-tal indikerar då att man tror på hög tillväxt och att man därför är beredd att betala ett högt pris trots små vinster (och liten utdelning). Sett över hela perioden 1881-2008 har genomsnittet legat på 16. När it-bubblan var som mest inflaterad toppade P/E-talet på 44. Även om det gått ner kraftigt sedan dess låg det kvar betydligt högre än genomsnittet under åren 2003-2007 (på ca 26). Man ska akta sig för att övertolka dessa tal, men ger de ändå en fingervisning om "överhettning" på finansmarknaden.)

Och när olika aktörstyper interagerar med varandra kan vi inte alltid förvänta oss att marknaden är effektiv. För att förstå vad som händer på finansmarknaden måste vi försöka få kunskap om hur verkliga investerare agerar. Finansiell beteendeteori har redan tagit oss en bra bit på vägen.

Vad bör göras?

Vad kan man då göra för att minimera risken för framtida kriser? Finansmarknadens aktörer genererar uppenbarligen kostnader som de inte själva står för. När Keynes efter börskraschen 1929 förespråkade införandet av en allmän finansmarknadsskatt var det för att han menade att marknaden då får stå för de kostnader som dess instabilitet, obalanser och störningar ger upphov till: "De flesta anser att spelhusen i allmänhetens intresse bör vara svårtillgängliga och dyrbara. Detsamma kanske gäller beträffande fondbörserna ... Införandet av en betydande omsättningskatt på alla avslut skulle måhända visa sig vara den mest ändamålsenliga genomförbara reformen i syfte att ... försvaga spekulatörens övermakt gentemot företaget" (Keynes 1993 s 194).

De som i sin vinsthunger är beredda att ta onödiga risker och varaktigt skada samhällsekonomin måste själva vara med och betala notan. Det svider. Och det ska det göra om läxan ska läras.

Shiller betonar – precis som Keynes – att man när det gäller krislösningar måste skilja på kort och lång sikt. I det korta tidsperspektivet är det nödvändigt att med olika åtgärds paket dämpa effekterna av prisfallen på hus och andra tillgångar. Det finns inga garantier för att det ska hjälpa, men i grunden finns inte några hållbara alternativ. Att inget göra skulle bara underblåsa en redan smått förlamande osäkerhet. När huset står i ljusan låga kan vi inte bara stå vid sidan om och diskutera vilken metod som är den bästa för att släcka branden. Bränder – liksom finansbubblor – har en otäck förmåga att sprida sig.

På lång sikt är det uppenbart bra att tillgångspriserna faller tillbaka till en nivå som motsvarar tillgångens realvärde. Att priset på ens hus sjunker gör det inte mindre bebodigt. Skulle däremot ekonomins hjul stanna blir verkningarna i högsta grad reella.

Shiller argumenterar med förslag kraftfulla som yxhugg för en lösning som han kallar finansiell demokrati. Sunda finansprinciper ska utsträckas till att omfatta större delar av samhället. Inte bara finansmarknadens aktörer ska ha tillgång till god information och sakkunskap. I stället för att undvika alla risker – vilket vore förödande för ett samhälles vitalitet och kreativitet - ska vi lära oss hantera försäkringsbara risker på ett rationellt sätt. Grundidén är att omfattande institutionella förändringar, förbättrad finansiell rådgivning, ökad transparens, fritt tillgängliga finansdatabaser m m ska reducera den långsiktiga risken för uppkomst av spekulativa bubblor.

Men det kanske intressanta förslaget handlar om en slags indexering av huspriser som reglerar storleken på amorteringar av huslån. Poängen med dessa ”continuous-workout mortgages” är att de undviker problemet med moralisk risk genom att lånevillkoren kontinuerligt och automatiskt anpassas till standardiserade mått på hur husmarknaden utvecklas. När tiderna är goda betalar vi en hög kostnad och när tiderna blir sämre rabatteras amorteringarna. Shiller liknar det hela vid de rutinmässiga hälsokontroller vi gör inom sjukvården för att i görligaste mån kunna undvika brödstörtade besök på akuten.

Enligt Shiller skulle införandet av denna nya form av riskhantering vara till fördel för alla. Även för långivarna, eftersom de kostnader som inställda betalningar annars leder till i hög grad skulle undvikas. Genom att den påfallande ineffektiva prissättningen på husmarknaden och de överdrivna svängningarna i huspriser skulle dämpas skulle också en av huvudorsakerna bakom återkommande finansiell instabilitet oskadliggöras.

Det är tvivlet, och inte tron, som skapar ny kunskap. Vi kan inte både ha tårtan och äta den. Så länge vi har en ekonomi med oreglerade finansiella marknader kommer vi också att få dras med periodiskt återkommande kriser.

Reglering och socialisering av finanssektorn

Jag tror att en viktig slutsats som måste dras utifrån denna finanskristeoretiska analys är att en socialisering av den finansiella sektorn kan bli nödvändig för att lösa dagens problem på finansmarknaden.

Sedan avregleringarna tog fart på 1980-talet har bankernas kapitaltäckning – hur mycket kapital som bankerna måste hålla i reserv i förhållande till utlåningsvolymen – minskat drastiskt. Det har gjort att bankerna via hävstångseffekter kunnat öka sin utlåning mångfalt – men också ökat riskerna. De lägre egenkapitalkraven har främst gynnat de mest risktagande bankerna. som därigenom allt mer i praktiken kommit att likna de investmentbanker och ”skuggbanker” som i princip alltid haft gränslösa möjligheter att

expandera sina lånevolymer både på och utanför balansräkningarna och på så vis kunnat operera utanför regelverket. Utan att det flutit in en enda ny krona eller dollar i kassavalven har man hämningslöst kunnat öka sin utlåning på penning- och värdepappersmarknaderna. Under de senaste åren har det inte varit ovanligt med banker som haft en utlåningskvot (utlåning/egenkapital) i storleksordningen 30-40.

Denna underkapitalisering har självklart bäddat för den Ponziliknande spekulering (se Minsky 1982) som lett fram till dagens finanskris, där banker sålt tillgångar de inte ägt till spekulanter med pengar de inte haft till priser som de i slutändan inte kunnat få ut.

Så länge manin varar är det inga problem. Men när det vänder och illikviditet skapar insolvens och det måste knäpas på aktieägarnas kapitalinsats för att täcka underskotten till följd av förfallna lån, då blir problemen desto större. Bubblan spricker och krisen står för dörren.

Risken för bankrusningar och andra typer av systemkollaps i den finansiella infrastrukturen har få eller inga motsvarigheter på andra områden av samhällsekonomin. När banker och andra finansiella företag hamnar på obestånd får detta allvarliga negativa kumulativa verkningar på hela ekonomin (i Sverige är situationen speciellt prekär eftersom vi har en internationellt sett enastående hög bankkoncentration, med fyra storbanker som utgör tre fjärdedelar av marknaden). Det är också en av anledningarna till att finansmarknaden behöver speciell regleringslagstiftning.

Tyvärr har skuggbankernas expansion och överflyttande av låneverksamhet till bankernas regleringsbefriade investmndivisioner gjort mycket av den reglering som funnits kvar efter avregleringarna verkningslös (se Haugen 1999a och 1999b). Och värdepapperisering och andra former av finansiella innovationer har gjort saker än värre. Trots att syftet med de nya instrumenten sades vara att minska och sprida risker har effekten snarare blivit en vildsint kreditgivning (de svenska bankernas utlåning till allmänheten fördubblades till exempel åren 2003-2007) som ökat riskexponering och moralisk risk (som enkelt uttryckt innebär att någon fattar beslut om hur stor risk man ska utsätta sig för, medan någon annan får bära kostnaderna om det går snett) hos riskkapitalister och andra spekulanter med högt belånade verksamheter.

Som Erik Dahmén brukade säga: ”De största dumheterna brukar göras när man har gott om pengar, i varje fall om de varit lättförtjänta.” Det som fungerar väl när solen skiner fungerar mestadels väsentligt mycket sämre när det regnar och man har motvind i uppförbacke. När investerare i takt med ekonomins stagnation blir allt mer oroliga för att låntagare inte kan betala sina skulder, faller de säkerheter som lånen grundas på snabbt i värde och bankernas kapitalreserver med dem.

Det är ont om goda bruksanvisningar i kristider, men ska ekonomin inte fastna mellan den stagnerande konsumtionens Skylla och den restriktiva kreditgivningens Karybdis är jag övertygad om att det krävs en efterfrågestimulerande politik med rejäla satsningar på infrastruktur och avskaffande av både utgiftstak och överskottsmål.

Vad som åter blivit tydligt de senaste månaderna – både i USA och i Sverige – är att centralbankernas dragkraft minskat. Trots att man sänkt styrräntan har kreditvillkoren inte lättat nämnvärt (vilket fått åtminstone en finansminister att gå ut och skälla på bankerna för bristande samhällsansvar). Bolåneräntorna är inte nämnvärt lägre idag än för ett halvår sedan.

Kanske är det också i ljuset av detta som man ska se regeringens aviserande i februari 2009 att man är beredd att skjuta till 50 miljarder kronor i ett nytt bankpaket. I takt med

inbromsningen på den internationella lånemarknaden riskerar redan skadeskjutna svenska banker få se tusentals miljarder kronor försvinna från den svenska marknaden. Bankpaketet ska ses som ett medel att säkra en tillräcklig kreditgivning åt svenska företag som fått svårt att finna krediter för export och refinansiering av utestående lån. Om paketet sjösätts – det måste först godkännas av EU – skulle det göra det möjligt för bankerna att sammanlagt öka sin utlåning i storleksordningen 500 miljarder kronor.

Kapitaltillskottet är tänkt att ske i form av hybridkapital (ett slags blandning av lån och egenkapital som innebär att staten inte står som ägare). Detta är något den borgerliga regeringen medvetet eftersträvar efter som man inte vill se en expansion av statligt ägandet i svenska banker.

Bankpaketet ska finansieras av bankerna själva via den statliga stabilitetsfond som inrättades hösten 2008 i samband med det så kallade garantipaketet. Här kan man klart ställa sig kritisk. Om svenska skattebetalare skjuter till kapital för att rädda det svenska bankväsendet ur sin värsta kris i mannaminne borde det vara naturligt att man också får del i ägandet av de banker som eventuellt går med i bankpaketet. Mot bakgrund av de problem vi sett med att få bankerna att gå in i bankgarantiprogrammet återstår det dock att se hur utfallet av det nya bankpaketet blir.

Men även om kreditgivning till ”rimliga villkor” ökar löser det inte problemet för företag som inte har några poster i sina orderböcker. Har man ingen som vill köpa ens produkter finns det inte heller något behov av kredit. Dagens kris är inte längre i första hand en fråga om likviditet utan om solvens. I en värld där prissättning på tillgångar grundas på förväntat framtida värde, är det en klen tröst att realräntan på lån är låg, om intäkterna sinar.

Man ska inte heller glömma att kraven på högre grad av egenfinansiering i sig kan öka instabiliteten och försvåra krislösningen. När tillgångsvärdena sjunker kan kraven på ökad säkerhet och ”margin calls” tvinga företag att sälja av tillgångar, vilket leder till ytterligare prissänkningar.

Vad regeringen med manisk envishet vägrar inse är att ekonomin i dag behöver en rejäl efterfrågestimulans. Detta insåg Gordon Brown och Nicolas Sarkozy redan tidigt hösten 2008. Och snart verkar det som om det bara är Fredrik Reinfeldt, Anders Borg och Mats Odell som inte insett att det är dags för en synvända. För som Erik Lundberg konstaterade redan 1985 – ”Keynes kommer igen”. För att rädda jobben och få fart på ekonomin måste ekonomin få en rejäl efterfrågestimulans. Flera banker spår redan en BNP-minskning år 2009 på 2-3% och en arbetslöshet år 2010 på uppemot 10%. Det är dags att släppa ut Keynes ur den garderob dit han varit förpassad i mer än tre decennier.

Att som regeringen påskina att det skulle räcka med bankakutverksamhet för att marknaden skulle få ekonomin på fötter är en tro för vilken det inte finns någon annan grund än hoppet. Och hur man kan nära ett sådant hopp efter vad som timat det senaste året är fullständigt obegripligt och visar väl bara hur djupt rotat det sena nittonhundratalets nyliberala marknadsfundamentalistiska paradigmet blivit i breda delar av den svenska borgerligheten.

Talet om nationaliseringen börjar nu höras lite varstans. Joseph Stiglitz och Paul Krugman talar öppet om att nationaliseringar måste övervägas. Talesmannen i USA:s representanthuset, Nancy Pelosi, gjorde nyligen ett uttalande om att det kan vara bättre med en nationalisering av banker än att som nu låta regeringen kasta bra pengar efter dåliga i det ena räddningspaketet efter det andra. Om staten tar över verksamheten kan

skattebetalarna också vara med och dela på vinsterna när bankerna (eventuellt) säljs ut efter att krisen ebbat ut. Det är väl också ett rimligt rättvisekrav att om vi skattebetalarna löser ut bankerna ska man också vara med och dela på eventuell vinst om operationen lyckas. Det våras kanske inte bara för Keynes, utan även för offentligt ägande.

Vad avreglerarna ”glömde” var att finansinstitutens ökade frihet också gav dem större frihet att ta på sig alltför stora och dåliga risker. I takt med att utlåning och priser ökar tas allt mindre hänsyn till låntagarnas kvalitet. Så blir det gärna när alltför många jagar alltför få pengar, tillgångar och krediter.

Räddningsprogrammen ger inte säkert tillräckligt mycket effekt för pengarna. Speciellt inte om vi hamnat i en likviditetsfälla. Då kan centralbankerna – precis som i USA på 1930-talet och Japan på 1990-talet – sänka räntan till noll och likväl inte få fart på ekonomin. Monetarister och nyklassikers patentmedicin biter helt enkelt inte på den sjuke patienten. I stället för att sätta sprätt på pengarna sparar man dem i madrassen. Det enda verkningsfulla sättet i en sådan situation präglad av skulddepression är att helt enkelt låta inflationen – eller åtminstone förväntningar om inflation – minska pengarnas realvärde och därigenom skapa incitament att sätta sprätt på dem innan de sjunker ytterligare i värde.

”Det gör ont när knoppar brista”. Ja, men ibland är det nödvändigt att övervinna ingrodda vanföreställningar. Vi har i snart tre decennier fått lära oss att hata allt som urholkar stabila priser. Men denna vurm för prisstabilitet saknar fullständigt grund i gedigen ekonomisk teori! Makroekonomisk teori kan i en skulddeflationsekonomi inte undgå att ordinera inflation som det enda naturliga botemedlet. När likviditetsfällan slagit igen är inflationen ofta det enda som kan öppna upp den igen. När Keynes 1930 skulle beskriva depressionsekonomi sade han att ”vi har tändningsfel” (Keynes 1963 s 139). När den ekonomiska motorn inte startar av sig själv kan den behöva en knuff i rätt riktning med hjälp av finanspolitiska satsningar och ökad effektiv efterfrågan. Inte som dåtidens neoklassiska ekonomiska klokskap förordade – höjda räntor, lägre löner och nedskärningar i den offentliga sektorn.

Det går inte att styra finansmarknaden asymmetriskt. Som George Cooper konstaterar in sin läsvärda *The Origin of Financial Crises* (2008) måste vi på samma sätt som vi nu agerar för att få fart på kreditgivningen, lika kraftfullt agera för att dämpa den i goda tider. Vi måste våga sticka håll på bubblan innan den spricker av sig själv.

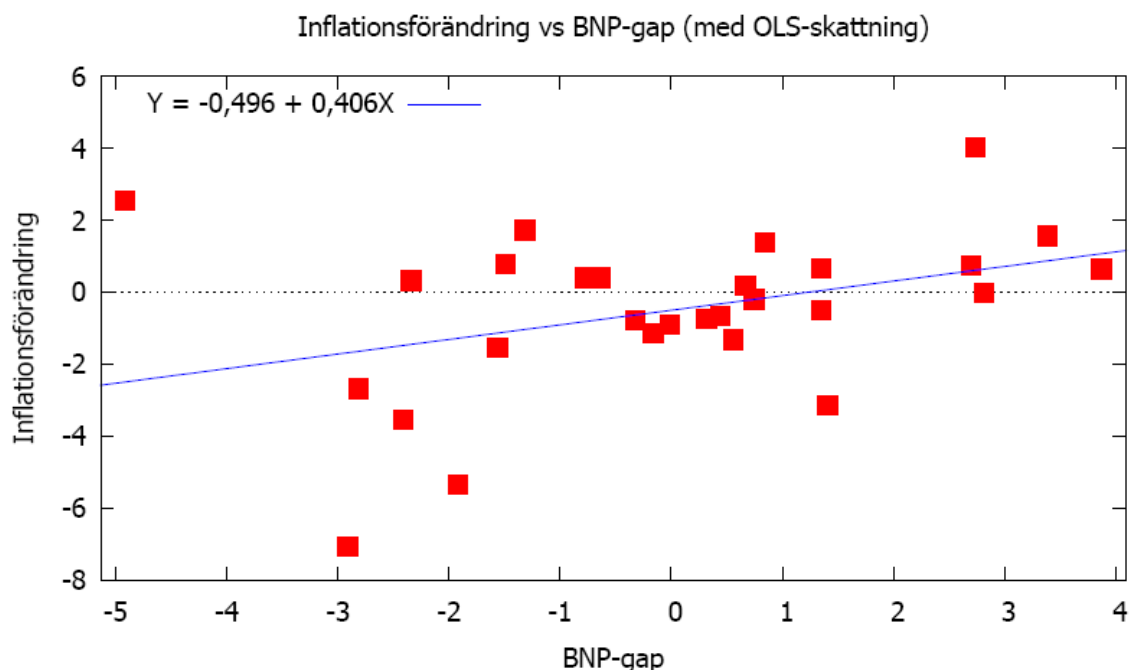
Om vi ska reglera måste vi göra det både i upp- och nedgång. Som det är nu låter vi i goda tider finansmarknaderna sköta sig själva och blåsa upp ständiga bubblor. När dessa väl spricker inser (nästan) alla att man måste agera. Men som redan William McChesney Martin Jr – den amerikanska centralbankens ordförande 1951-1970 – påpekade (Cooper a a s 138) så gäller det också ”att ta bort spritbålen precis när partyt håller på att komma igång.” I annat fall kommer vi aldrig att kunna förebygga den ”irrationell glädjeyra” som på finansmarknaden leder till ökande aktiekurser som när sig själva tills bubblan väl spricker.

Krugman skriver i sin *Krisen – orsaker, verkan, åtgärder* (2009 s 187): ”Min gissning är att omkapitaliseringen till sist måste bli större och bredare och att det till sist kommer att krävas mera försäkringar om statlig kontroll – i praktiken kommer det att närma sig ett fullt, tillfälligt förstatligande av en betydande del av finanssystemet ... Just nu är det viktigaste att med alla tillgänglig medel lätta på krediten, utan att fastna i ideologiska

betänkligheter. Inget skulle kunna vara värre än att avstå från de nödvändiga åtgärderna av rädsla för att det på något sätt skulle vara 'socialistiskt' att rädda banksystemet.”

Skulddeflation

Faran för skulddeflation kan inte bagatelliseras. Tittar vi på svenska data över inflationsförändring och BNP-gap för åren 1980-2008 (se figuren nedan) kan vi av den enkla regressionskattningens parametervärden se att för varje punkt som den reala BNP understiger den potentiella BNP så tenderar inflationstakten minska med en halv punkt. Även om detta självklart är en skattning med många förbehåll måste den tas på allvar. Alla prognoser pekar nu mot ett ökat BNP-gap de närmsta två åren. Om parametervärdena antas oförändrade innebär detta att deflationen är ett faktum.



Källa: IMF:s WEO databas (www.imf.org/external/pubs/weo)

Krugman (a a s 163) menar att kärnan i det som händer i den pågående finansiella krisen "handlat om risker tagna av institutioner som inte ens har varit reglerade". I stället för att ha tittat åt andra hållet - och tillåtit framväxten av oreglerade och riskabla finanskonstruktioner i ett system av "banker utanför bankerna" - borde man ha proklamerat att "allting som gör vad en bank gör, allting som måste räddas i kriser, som banker räddas, bör regleras som banker." Eftersom man inte gjort detta har effekten blivit att riskerna ökat.

Keynes återkomst

Det är uppenbarligen svårt för konventionell teori att förklara finansiella kriser. Oftast blir förklaringen att det beror på dumdristig spekulering av irrationella "noise traders". I själva verket är orsaken - som vår keynesianskt färgade finanskristeori visar - att vi inte har perfekt information om hur framtiden ser ut och att det är just framtidsförväntningar

som styr finansmarknaden. Spekulation handlar om att försöka föregripa hur dessa framtidsförväntningar på marknaden kommer att gestalta sig. Detta är svårt att göra – marknadspsykologi är svårt att få grepp om – och leder ofta till att snabba svängningar på marknaden och lämmeltågsliknande beteende där förväntningar om vad andra spekulanter har för förväntningar spelar större roll än ekonomins fundamenta. Kriserna är i grund och botten *endogena* och inte *exogena* (informationsmisslyckanden, irrationalitet m m). Finanskriserna är inga anomalier, utan i högsta grad möjliga och förväntade inslag i en genuint osäker ekonomisk värld.

Den främsta lärdom vår finanskristeori och den historiska erfarenheten ger oss är att återkommande finansiella kriser är en del av vårt ekonomiska systems väsen. De beror inte bara på en rad tillfälligheter och missbedömningar. De är en följd av de djupare liggande och långsiktiga instabiliteter som kännetecknar själva det finansiella systemet och utgör en källa till ekonomins instabilitet och kriser.

Den bild vår teori och historien ger av finanskriserna är att de i hög grad beror på finansmarknadernas speciella kännetecken:

- Låga transaktionskostnader – vilket gör att kapital kan flyttas snabbt och lätt
- Rykte, trovärdighet, förväntningar spelar stor roll – vilket leder till hög volatilitet
- Informationsasymmetrier är legio – vilket förorsakar adverse selection (dåliga projekt genomförs, bra däremot inte) och att det blir svårt att kontrollera verksamheten (både för privata aktörer och myndigheter)
- Moral hazard leder till allvarliga marknadsmisslyckanden – vet man att man alltid blir ”utlöst” blir man oförsiktig och tar onödiga risker.
- Det finns inga egentliga substitut

Dessa kännetecken leder lätt till panikbeteende och efterföljande kriser. Ska man undgå framtida finanskriser måste man sätta in åtgärder på alla dessa områden.

För varje dag som går nu under våren 2009 vinner den globala konjunkturedgången i oavbruten styrka. Även om den här artikeln främst rör den pågående ekonomiska krisens finansiella aspekter får vi inte glömma att dessa för den ”reala” ekonomin – sysselsättning, produktion och tillväxt – inte har något gott att utlova. De närmsta åren kommer med stor sannolikhet att bjuda på den värsta långvariga konjunkturedgången sedan 1930-talsdepressionen. Konjunkturerna störtdyker, arbetslösheten ökar, tillväxtprognoserna har redan förbytts i stagnationsprognoser och deflationsförväntningarnas monster börjar visa sitt fula tryne.

Vad kan man då göra för att minimera risken för framtida kriser och att ekonomin fullständigt kör fast? Den nyliberala eran har nått vägs ände. Vad som behövs nu är upplyst handling grundad på relevant och realistisk ekonomisk teori av det slag som Keynes och Minsky står för. .

Den överhängande faran är att vi inte får fart på konsumtion och kreditgivning. Förtroende och effektiv efterfrågan måste återupprättas Och jag tror att vi måste inse att vi inte både kan ha tårtan och äta den. Så länge vi har en ekonomi med oreglerade finansiella marknader kommer vi också att få dras med periodiskt återkommande kriser. Det innebär inte att vi bara ska sitta med armarna i kors och vänta på att ovädret drar vidare. En Keynesskatt på finansmarknaden, skärpta regleringar och ökad transparens kan aktivt bidra till att på sikt minska riskerna för kostsamma finansiella systemkriser. Om vi däremot reflexmässigt vägrar se vidden av problemen kommer vi åter att stå handfallna när nästa kris tornar upp.

Nu ökar åter kritiken och tveksamheten mot kapitalismen i takt med att människor blir varse att den fria marknaden inte bara ger guld och gröna ängar utan också högst påtagliga kostnader och nackdelar. När huslånen inte längre går att avbetala återstår bara vräkning. Och för det insolventa investeringsbolaget eller banken återstår konkurs och att skicka notan vidare till skattebetalarna via statliga räddningspaket.

Vän av ordning kanske frågar sig: om det nu är så problemfyllt med dessa finansmarknader, kan man inte bara avskaffa dem? Jag tror inte det. För som Cooper skriver (a a s 58): "Credit creation must stay, and we must find a way to live with the instability that comes with it; it is better to have a volatile and growing economy than a stable and stagnant one."

Finansmarknader har viktiga uppgifter att fylla i en ekonomi. Detta har nyliberala marknadsförespråkare varit duktiga på att visa. Däremot har man varit sämre på att visa på de kostnader som de också ger upphov till. Var är nu alla de nyliberaler som så ihärdigt traskade patrull och lovprisade den amerikanska modellen med dess avsaknad av regleringar och välfärdspolitik? Varför så tysta nu när deras Walt Disney-värld visat sig vara något annat än verklighetens.? Efter att låtit enfald få ersätta analysförmåga och besinning borde de nyliberala tankesmedjornas hemsidor och bloggar i dag vara fulla av självkritiska analyser.

Trygghet och välmåga – för alla – kan bara uppnås om marknads krafter balanseras av en väl fungerande demokrati där vi i gemensam politisk handling vägrar avhända oss allt inflytande över ekonomin. Politikens och demokratins räckvidd måste också spänna över ekonomin. Marknadens osynliga hand behöver en synlig hand vid sin sida.

LITTERATUR

- Cooper, George (2008): *The Origin of Financial Crises* Vintage Books.
- Fama, Eugene (1991): "Efficient Capital Markets: II" *Journal of Finance*.
- Fama, Eugene et al (1969): "The Adjustment of Stock Prices to New Information" *International Economic Review*.
- Friedman, Milton (1953): *Essays in Positive Economics* University of Chicago Press.
- Haugen, Robert (1999a): *The New Finance* Prentice Hall.
- (1999b): *Beast on Wall Street* Prentice Hall.
- Keynes, John Maynard (1993(1936)): *Allmän teori om sysselsättning, ränta och pengar* Pontes förlag.
- (1963): *Essays in Persuasion* W W Norton & Company.
- Kindleberger, Charles (1999): *Manier, panik och krascher* Pontes förlag.
- Krugman, Paul (1993): "What Do We Need to Know About the International Monetary System?" *Essays in International Finance* No.190, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.
- (2009): *Krisen – orsaker, verkan, åtgärder* Leopard förlag.
- Minsky, Hyman (1982): *Can 'It' Happen Again?* M E Sharpe.
- (1993): "Finance and Stability – The Limits of Capitalism" Working Paper No. 93, The Levy Economics Institute.
- Pålsson Syll, Lars (2007): *John Maynard Keynes* SNS.

Shiller, Robert (2000): *Irrational Exuberance* Princeton University Press.
– (2008): *The Subprime Solution. How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about it* Princeton University Press.