



A2009:001

# Finanskrisen

Eller hur det väntade oväntat hände

Sandro Scocco



# Finanskrisen

Eller hur det väntade oväntat hände

Sandro Scocco

ITPS, Institutet för tillväxtpolitiska studier  
Studentplan 3, 831 40 Östersund  
Telefon 063 16 66 00  
Telefax 063 16 66 01  
E-post [info@itps.se](mailto:info@itps.se)  
[www.itps.se](http://www.itps.se)  
ISSN 1652-0483  
Edita, Stockholm 2009

För ytterligare information kontakta Sandro Scocco  
Telefon 08 456 67 34  
E-post [sandro.scocco@itps.se](mailto:sandro.scocco@itps.se)

## Förord

De flesta analyser av den globala finanskrisen har hittills naturligen fokuserat på hur den akuta krisen kan mildras. Denna rapport fokuserar däremot på varför krisen uppstod och vilka mer långsiktiga problem som måste lösas. Rapporten ska ses som ett tidigt och begränsat bidrag till en långsiktig kunskapsuppbyggnad kring krisens mekanismer och effekter. En något djupare förståelse av krisens mekanismer och effekter kan dock även på kort sikt bidra till en förbättrad kapacitet att bedöma den nuvarande recessionens djup och långvarighet samt potentialen i möjliga handlingsalternativ.

Ett av huvudresultaten från rapporten är att stabila tillgångspriser, dvs. att priset på tillgångar inte påtagligt avviker från den reala tillväxten över längre perioder, framstår lika önskvärt som stabila konsumentpriser. Någon form av mål för tillgångsinflation bör därför övervägas.

Att använda penningpolitiken som huvudsakligt instrument för att stabilisera tillgångsinflationen bedöms som mindre lämpligt, då det är ett trubbigt instrument som bör reserveras för att kontrollera inflationen på varor och tjänster.

Diskretionära åtgärder (aktiva beslut) inom skatte- och kreditpolitiken är betydligt mer effektiva i att dämpa en allt för snabb tillgångsinflation, utan att påverka tillväxten negativt i övriga delar av ekonomin.

Dessa insatser skulle behöva kombineras med utvecklandet av en ny internationell kredit- och valutaregim som effektivt kan förhindra stora globala sparandeobalanser och en allt för kraftig kreditexpansion som ökar ekonomins sårbarhet.

Rapporten har skrivits av Chefekonom Sandro Scocco. Martin Flack (ITPS) har bidragit med både textavsnitt och databearbetningar. Lars Fredrik Andersson (Umeå universitet) har bidragit med datainsamling och bearbetning samt skrivit appendix 1. Tack till Eva Alfredsson (ITPS), Peter Vikström (ITPS) och professor Lars Magnusson (Uppsala Universitet) för synpunkter.

Östersund, februari 2009

**Brita Saxton,**  
generaldirektör



# Innehåll

<b>Sammanfattning</b> .....	<b>7</b>
<b>1 Inledning</b> .....	<b>13</b>
1.1 Tre kända orosmoln.....	13
<b>2 Finanskrisen rullas upp och in i statsbudgetarna</b> .....	<b>23</b>
2.1 Krisen inleds.....	23
2.2 Krisen fördjupas.....	27
<b>3 Det fanns goda skäl för stigande tillgångspriser</b> .....	<b>35</b>
<b>4 Priset på kapital har fallit och pressat upp tillgångspriserna</b> .....	<b>49</b>
4.1 1970-talet och den nya ekonomiska politiken.....	52
4.1.1 Fallet Sverige.....	58
<b>5 Tillgångspriserna på aktier och bostäder skjuter över målet</b> .....	<b>63</b>
5.1 Fastigheter .....	68
5.2 Aktier .....	77
<b>6 Flera samverkande faktorer skapar inflationsbrasa på tillgångar</b> ...	<b>87</b>
<b>7 Tillgångsinflation, tillväxt och arbetslöshet</b> .....	<b>107</b>
<b>8 Framtiden? Mål för tillgångsinflation?</b> .....	<b>115</b>
<b>Referenser</b> .....	<b>123</b>
<b>Appendix 1</b> .....	<b>127</b>
Data.....	127
Metod.....	129





## Sammanfattning

De flesta analyser av den globala finanskrisen har hittills naturligen fokuserat på hur den akuta krisen kan mildras och på frågor som hur banksystemet ska räddas, hur arbetslösheten kan dämpas och hur företagens tillgång till krediter kan säkras. Denna rapport fokuserar däremot på varför krisen uppstod och vilka mer långsiktiga problem som måste lösas.

Under andra hälften av år 2008 föll värdet på tillgångar kopplade till aktier och bostäder dramatiskt över hela världen. Det finansiella systemets främsta aktörer, det vill säga vanliga banker och så kallade investeringsbanker, hamnade snabbt i en situation där skulderna översteg tillgångarna.

Att förnya lånen blev allt svårare i takt med att förtroende för banksystemet föll, interbankkräntan steg, och det finansiella systemet hamnade i en både akut solvens- och likviditetskris, det vill säga både för mycket skulder i förhållande till tillgångar och brist på tillgängligt kapital. Stora delar av det finansiella systemet var konkursmässigt. Kärnan i dagens kris är sålunda kraftiga svängningar i priset på tillgångar.

Att tillgångar stiger i pris över tiden är naturligt. Stiger priset i takt med inflationen så skyddas kapitalet realt och är värt lika mycket från år till år. I och med att ekonomin växer (i normalfallet) innebär det dock att relativpriset på tillgångar (kapital) faller i förhållande till löner som stiger med inflation och produktivitetsökningen (i normalfallet). Ofta mäts därför tillgångspriser i relation till antingen BNP-tillväxten eller inkomstutvecklingen. Tillgångsinflation ses i denna rapport som när tillgångspriserna stiger snabbare än BNP-tillväxten, vilket tillåter för relativt kraftiga prisökningar utan att det definieras som inflation.

Sedan början av 1980-talet har tillgångsinflationen varit bitvis hög i de flesta utvecklade länder. Återkommande kraftiga nedjusteringar av tillgångspriserna (kriser) har också drabbat de flesta regioner och länder sedan början av 1980-talet. Internationella Valutafonden (IMF) har identifierat 124 bankkriser mellan åren 1970 till 2007.

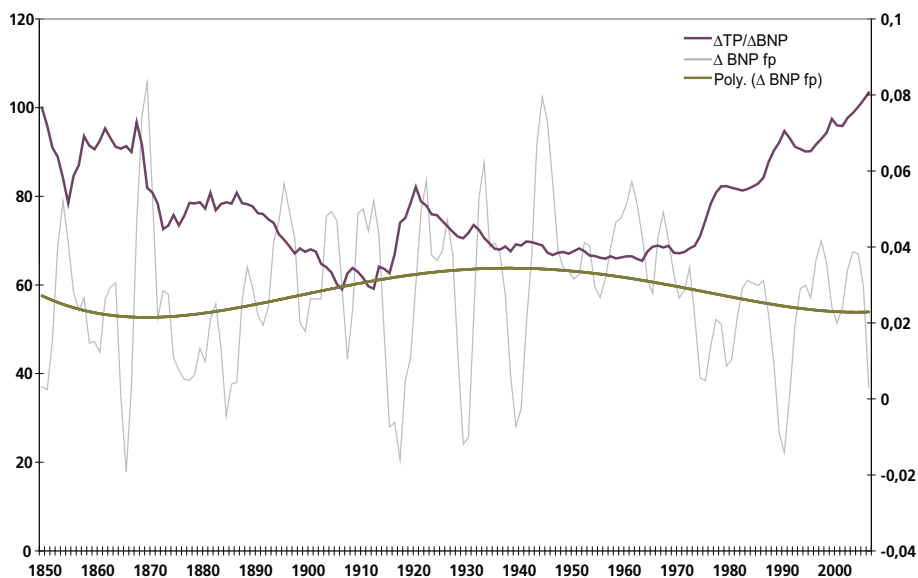
Sverige är inget undantag från detta globala mönster. Sedan slutet på 1970-talet har tillgångsinflationen i Sverige varit stark med tre tydliga deflationsperioder i början av 1990-talet och 00-talet samt i slutet av 00-talet.

Det går klart att urskilja perioder där tillgångsinflationen varit stabil respektive hög. Mellankrigstiden karakteriserades av hög tillgångsinflation fram till den globala bank- och finanskrisen 1929.

Sverige avviker något från detta mönster i och med att den svenska tillgångsinflationen ökade snabbt fram till den så kallade industrikrisen 1919 och föll därefter och med endast en blygsam tillgångsinflation före kraschen 1929.

Under Bretton Woods-systemet 1944–1973 var däremot tillgångsinflationen stabil. Efter sammanbrottet på 1970-talet och fram till idag har utvecklingen istället karakteriserats av en snabb tillgångsinflation och återkommande kriser.

Figur 0-1 Tillgångsinflation (röd) och tillväxt (grön) i Sverige 1850–2007



Anm: Indexet kan inte tolkas som att tillgångsvärdena i förhållande till BNP är tillbaka på 1850-års nivå.

Källa: egna beräkningar i samarbete med Umeå Universitet (se bilaga).

Drivkrafterna för den snabba tillgångsinflationen kan i huvudsak delas in i två perioder. Under den första perioden, som sträcker sig från 1980–1995, så drivs tillgångsinflationen av strukturella förändringar i ekonomin. Som Internationella Valutafonden (IMF) konstaterat ledde ett internationellt politikskifte under 1970- och 80-talet till att tillgångsaktiva gruppers inkomster (de mest förmögna) utvecklades mycket starkt. Efterfrågan på tillgångar ökade mer än utbudet och ledde till inflation på tillgångar.

Samtidigt underlättade avregleringen av kredit- och valutamarknaderna möjligheten att belåna tillgångarna, vilket ytterligare ökade efterfrågan och resultera-

de i en kraftig kreditexpansion samt ökat risktagande inom den finansiella sektorn.

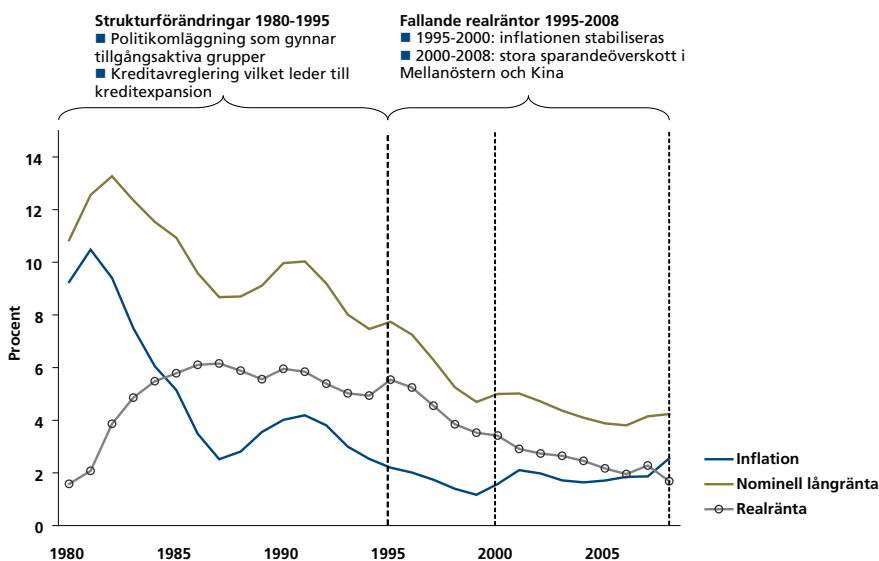
För perioden 1995–2008 spelar fortfarande avregleringen av kredit- och finansmarknaden och stark inkomstutveckling för tillgångsaktiva grupper en roll i att förstärka tillgångsinflationen, men den drivs nu på av fallande realräntor.

De nominella räntorna började falla direkt efter omläggningen av politiken mot en låginflationsekonomi i början av 1980-talet, men realräntorna föll inte förrän inflationen stabiliserats på en låg nivå vid mitten av 1990-talet.

Perioden 1995–2000 kan ses som en återgång till historiskt mer normala nivåer på realräntan efter inflationschocken på 1970-talet och Bretton Woods-systemets sammanbrott.

Efter år 2000 föll realräntan under historiska nivåer på grund av de kraftiga globala sparandeobalanserna, vilket innebar att i huvudsak utvecklingsländer (Kina och Mellanöstern) försåg OECD-länderna med billigt kapital.

Figur 0-2 Schematisk skiss av tillgångsinflationens drivkrafter i OECD<sup>1</sup> 1980-2008



Källa: ECOWin Pro

<sup>1</sup> Diagrammet visar utveckling för en grupp om 11 OECD länder som ITPS tidigare använt som jämförelsegrupp. OECD 11 är Belgien, Finland, Frankrike, Italien, Nederländerna, Tyskland, Österrike, Storbritannien, Japan, Kanada och USA.

De huvudsakliga drivkrafterna för tillgångsinflationen kan summeras till:

- Stark inkomstökning för tillgångsaktiva grupper
- Avreglerad kreditmarknad som förstärker ekonomins svängningar
- Stora globala sparande obalanser som pressade realräntan under långsiktigt hållbara nivåer

Den inbördes rangordningen av dessa drivkrafter kan inte avgöras inom ramen för den här rapporten och förutsätter ett betydligt mer omfattande arbete och en formaliserad modell.

Det går inte att se att de kraftiga ökningarna av tillgångspriserna gett några positiva effekter på den reala tillväxten eller bruttoinvesteringsnivån, utan de har i huvudsak fungerat omfördelande och ökat sårbarheten samt instabiliteten i det ekonomiska systemet. Stabila tillgångspriser framstår därför lika önskvärt som stabila konsumentpriser.

Den tillgångsstabila perioden 1945–1975 var ett tydligt resultat av erfarenheterna av 1930-talskrisen och där politiken ändrade inriktning, både avseende det internationella ramverket som slutligen manifesterade sig i Bretton Woods-systemet. Den nationella politiken i samtliga industrialiserade länder inriktades mer eller mindre på keynesiansk politik, vilket innebar en utbyggd offentlig sektor, stigande skattekvot och minskade inkomstskillnader.

Det ekonomisk-politiska ramverket 1945–1975 hamnade dock också i obalans, vilket gör att det kan ifrågasättas om det effektivaste sättet att förhindra nya kriser är en återgång till det ursprungliga Bretton Woods-systemet.

Det framstår däremot som önskvärt att inom ramen för de nuvarande nationella ekonomisk-politiska systemen komplettera med ett mål också för tillgångsinflationen.

Att använda penningpolitiken som huvudsakligt instrument för att stabilisera tillgångsinflationen är mindre lämpligt, då det är ett trubbigt instrument som bör reserveras för att kontrollera inflationen på varor och tjänster.

Diskretionära åtgärder (aktiva beslut) inom skatte- och kreditpolitiken är betydligt mer effektiva i att dämpa en allt för snabb tillgångsinflation, utan att påverka tillväxten negativt övriga delar av ekonomin.

Dessa insatser skulle behöva kombineras med utvecklandet av ett ny internationell kredit- och valutaregim som effektivt kan förhindra stora globala sparandeobalanser och en allt för kraftig kreditexpansion som ökar ekonomins sårbarhet.

Kritiska framgångsfaktorer för att nå stabila priser på tillgångar kommer att vara:

- att inkomstutvecklingen för de tillgångsaktiva grupperna kommer i balans med den reala tillväxten
- att creditsystemet regleras så att dess procykliska effekt dämpas
- att det inrättas en internationell valutaregim som kan förhindra stora globala sparandeobalanser



# 1 Inledning

Den 16 mars 2008 köptes en av de stora Wall Street bankerna, Bear Stearns, av JP Morgan Chase & Co. Det överenskomna priset på 2 USD per aktie visade tydligt på att Bear Stearns var illa ute. Endast månader före försäljningen hade aktiens värde varit 172 USD. Köpeskillingen motsvarade sålunda en procent av det tidigare värdet<sup>2</sup>. Det signalerade tydligt allvarliga bekymmer på den amerikanska finansmarknaden. När Lehmans Brothers den 15 september 2008 ansökte om konkursskydd stod det klart för många att något höll på att hända som hade historiska dimensioner. Lehmans Brothers tillhörde, i likhet med Bear Stearns, den exklusiva skara av affärsbanker som dominerade Wall Street, världens viktigaste finanscentrum. Samma dag som Lehmans Brothers ansökte om konkursskydd köptes en annan Wall Street bank, Merrill Lynch av Bank of America. Veckan efter ansökte Goldman Sachs och Morgan Stanley om att upphöra som affärsbanker och bli reguljära banker. Under endast en månad upphörde därmed i praktiken ett banksystem som hade rötter tillbaka till förra sekelskiftet, och som kan beskrivas som hjärtat in det globala finansiella systemet, att existera.

Händelser på den amerikanska finansmarknaden utlöste en global finanskris där många länders finansiella system hamnade i en neråtgående spiral. För att rädda den reala ekonomin från de negativa effekterna av en finansiella hårdsmälta framtvingades kraftfulla åtgärder från det politiska systemet. Samtidigt är det klart att dessa åtgärder inte kommer att förhindra att den globala finanskrisen kraftigt förstärker den pågående konjunkturedgången/recessionen med effekter på både tillväxt och arbetslöshet.

## 1.1 Tre kända orosmoln

Det går dock inte att hävda att finanskrisen kom som en blixtn från en klar himmel. Tre faktorer hade under en längre tid lyfts fram av ekonomer, i vissa fall i över tio år, som särskilt oroande.

### *För det första...*

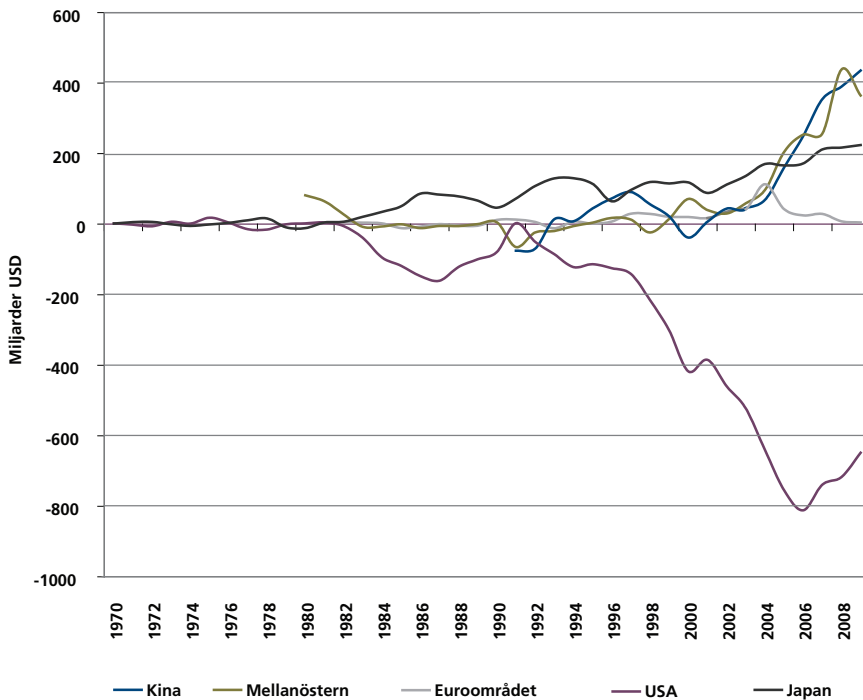
Ett av de mer dominerande inslagen i den ekonomiskpolitiska debatten de senaste tio åren har varit när – och hur – de stora globala sparandeobalanserna ska bringas i balans och vilka effekter detta kommer att få på den reala ekonomin.

---

<sup>2</sup> Köpeskillingen blev högre när själva affären genomfördes och sattes till 10 USD.

Idag flyttas stora sparandeöverskott från framför allt Japan, Kina och Mellanöstern till länder med sparandeunderskott, framför allt USA.<sup>3</sup> Att detta inte är långsiktigt hållbart har varit uppenbart för de flesta. Vid någon tidpunkt var dessa sparandeobalanser tvungna att upphöra. För USA:s del har många bedömare påpekat att detta sannolikt kommer att kräva ett kraftigt ökat inhemskt sparandet, vilket implicerar en minskad konsumtionsefterfrågan. Eftersom USA:s ekonomi är kraftigt beroende av den inhemska konsumtionen kommer en sådan utveckling att ha en betydande negativ effekt på den ekonomiska tillväxten, inte bara i USA utan också i stora delar av resten av världen.

Figur 1-1 Bytesbalans i miljarder USD, löpande priser, 1970–2008



Källa: Reuters EcoWin Pro

<sup>3</sup> Även Tyskland har betydande sparandeöverskott, men ser man till Euroområdet råder det i princip balans.

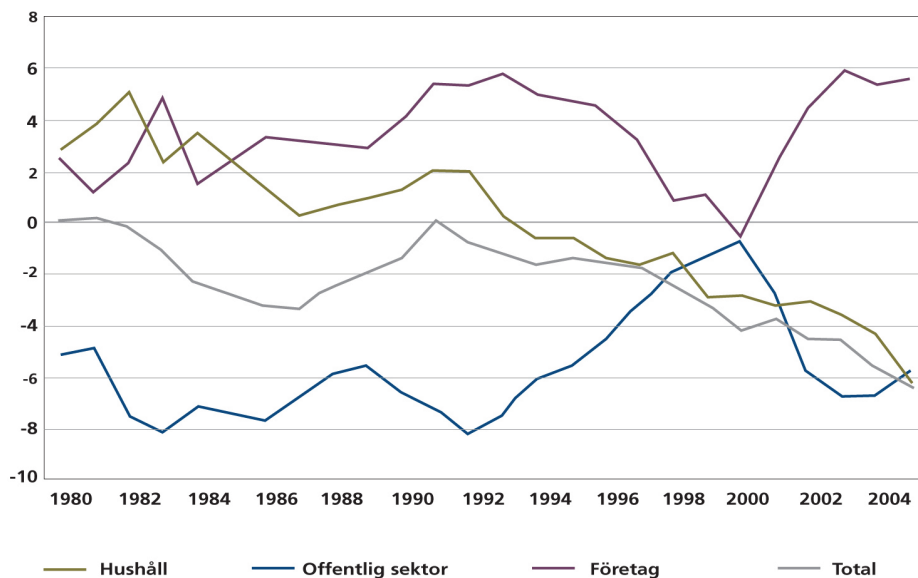


Det totala sparandet i hela ekonomin, vilket är detsamma som bytesbalansen, är summan av sparandet i hushåll, offentlig sektor och företagen. I en ideal värld där ett lands sparande är i balans sparar hushållen till de investeringar som behövs göras i övriga sektorer.

I USA:s fall stämmer inte verkligheten med denna förenklade idealbild. Det växande underskottet i bytesbalansen drivs på av såväl kraftigt fallande hushållssparande som av stora offentliga underskott. Under 1990-talet minskade även nettosparandet i företagssektorn, vilket förklaras av en hög investeringstillväxt. Nedgången i företagen kompenseras dock delvis av ett ökat offentliga sparande. Efter IT-kraschen och lågkonjunkturen i början av 2000-talet vände utvecklingen igen då företagen skar ner på investeringarna och ökade sitt sparande samtidigt som de offentliga underskotten växte som ett resultat bland annat av ökade försvarsutgifter i samband med kriget i Irak.

De senaste åren har det skett en stabilisering av företagens sparande på en hög nivå, som nu kommer att brytas i spåren av fallande vinster, och de offentliga underskotten som minskade något i mitten av 00-talet beräknas 2009 nå nya rekordnivåer. Hushållen har under hela perioden fram till finanskrisen haft ett historiskt lågt sparande och med långa perioder av negativt nettosparande.

Figur 1-2 Sparande i USA uppdelat på olika sektorer, 1980–2005



Källa: OECD, från Riksbanken, *Penning- och valutapolitik 2:2006*

Sammantaget har sparandet i den amerikanska ekonomin varit negativt under en längre period och detta sparandeunderskott har täckts av ett massivt inflöde av kapital från utlandet. En del av detta kapitalflöde har finansierat budgetunderskottet via statsobligationer, men det har också gått till bostadsobligationer, exempelvis till de stora offentligt reglerade finansieringsinstitutionerna för bostäder, Fannie Mae och Freddie Mac. Detta har bidragit till att möjliggöra kreditexpansionen på den amerikanska bostadsmarknaden och därmed i förlängningen de kraftigt stigande tillgångspriserna.

För att komma tillrätta med det växande bytesbalansunderskottet måste hushållen och den offentliga sektorn kraftigt öka sitt sparande. Om det sker snabbt i kombination med en global konjunktur avmattning, vilket det gjorde i Sverige i början av 1990-talet, riskerar det att kraftigt fördjupa den redan påbörjade globala lågkonjunkturen. Detta scenario benämndes som "hård landning".

Å andra sidan, om sparandet anpassar sig betydligt långsammare mot högre nivåer samtidigt som andra ekonomier som EU och Asien ökar sin efterfrågan kan anpassning ske över en betydligt längre period och inte i samband med en global nedgång, vilket skulle göra förloppet betydligt mindre dramatiskt, en så kallad "mjuk landning".

Konjunkturinstitutet konstaterade i Konjunkturläget augusti 2005 att:

*”Redan i slutet av 1990-talet restes varningar för att det växande amerikanska bytesbalansunderskottet inte är hållbart i ett långsiktigt perspektiv/.../ och risken för en snabb korrigerings av det amerikanska bytesbalansunderskottet utgör en av de största osäkerhetsfaktorerna vad gäller den internationella ekonomiska utvecklingen.”*

Då menade konjunkturinstitutet att en snabb korrigerings av den amerikanska ekonomins sparande skulle innebära en nedskrivning av den reala tillväxten i Euroområdet med cirka en procentenhet via effekter på export och import, det vill säga en trots allt begränsad effekt.

### **För det andra ...**

Huspriserna har i ett flertal länder, inklusive Sverige, stigit kraftigt sedan mitten av 1990-talet. I likhet med de globala sparande obalanserna var det tidigt uppenbart att dessa prisökningar inte kunde fortgå särskilt länge innan huspriserna kunde karakteriseras som en fastighetsbubbla.

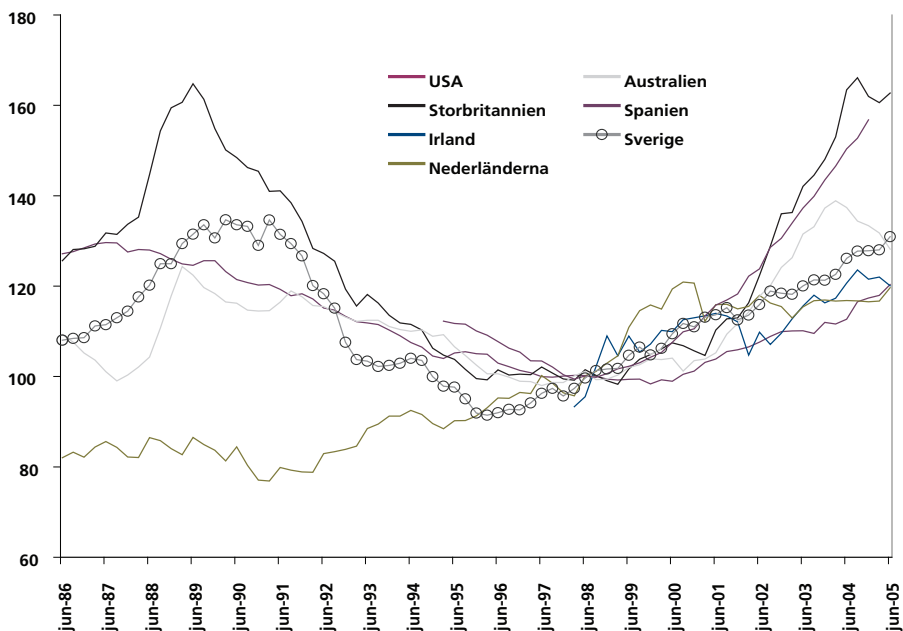
Problemet med att definiera en fastighetsbubbla är att en faktisk nivå som kan anses rimlig först måste fastställas. Prisnivån påverkas av en lång rad faktorer, såsom lagar och regler/skatter, demografisk utveckling, räntor, utbud, nybyggnation, BNP nivå samt tillväxt, preferenser med mera, vilket gör denna bedömning mycket komplicerad. Det är vidare rimligt att fastigheter ökar i pris i takt med inkomsterna och den allmänna prisnivån i landet. Ett första steg för att bedöma om en bubbla håller på att byggas upp är att studera hur fastighetspriserna utvecklas i förhållande till exempelvis disponibel inkomst eller BNP.

Fastighetspriserna har i förhållande till BNP stigit i de flesta länder sedan mitten av 1990-talet. I vissa fall har det vuxit mer än 50 procent snabbare än BNP, till exempel i Storbritannien och Spanien.

I likhet med sparandeobalanserna är det uppenbart att denna typ av prisökningar rent matematiskt inte kan pågå i all evighet, då det i förlängningen skulle innebära att mer än hela hushållets disponibla inkomst skulle gå till att täcka boendekostnaderna, men samtidigt är det svårt att veta hur länge och hur mycket det kan öka innan en korrigerings nedåt kommer.

Efter mer än tio års kraftig prisuppgång har dock vissa bedömare förväntat sig att en korrigerings av priserna skulle komma långt tidigare än den faktiskt kom. Det är också noterbart att huspriserna i förhållande till BNP faktiskt utvecklades långsammare de tio föregående åren. Den relativt höga realräntan under perioden 1985–1995 förefaller ha hållit tillbaka prisökningstakten på hus.

Figur 1-3 Huspriser i förhållande till BNP, index 1998=100



Källa: Reuters Ecowin Pro och Riksbanken

Även aktier har haft en mycket kraftig prisutveckling fram till att vändningen kom år 2007<sup>4</sup>. Sedan början av 1980-talet har aktiepriserna i både USA och Sverige utvecklats betydligt starkare än den historiska utvecklingen och den reala tillväxten. OMX generalindex 2007 låg över 300 procent över 1996 års nivå. Det är en mycket kraftig ökning på bara elva år. Efter *all time high* år 2007 började dock index att falla, vilket kraftigt accentuerades under finanskrisen hösten 2008.

Vad som är uppenbart är också att svängningarna på børsen, inte minst jämfört med fastighetspriserna, har varit mycket kraftiga sedan 1995. Det gäller även i ett historiskt perspektiv.

Kring år 2000 sprack den så kallade IT- och telekombubblan på aktiemarknaden, vilket innebar en mycket kraftig justering av aktievärdena där IT-aktier

<sup>4</sup> Se kapitel 6 för vidare diskussion om aktieutvecklingen

föll med 90 procent och Telecom med 75 procent.<sup>5</sup> Återhämtningen blev dock snabb och det tog endast sju år för Stockholmsbörsen att återhämta sig till nivån som rådde före kraschen.

Figur 1-4 OMX generalindex, 1987–2008



Källa: Reuters EcoWin Pro

Sammanfattningsvis kan sägas att tillgångsprisernas starka utveckling sedan mitten av 1990-talet och den snabba återhämtningen efter IT-kraschen skapat en medvetenhet om att en nedjustering stod för dörren.

Även om börsutvecklingen sedan mitten av 1990-talet främst karakteriserats av volatilitet, så kunde det noteras att börsen också utvecklats mycket snabbt i historiska termer.

Skulle en snabb nedjustering av fastighetspriserna komma i samband med en konjunkturavmattning skulle konjunkturen ytterligare försvagas och hårt pressa vinster och därmed också aktiepriserna. Denna mer dystra prognos var som regel inte något huvudscenario, men ansågs ändå så pass sannolikt att bland andra Konjunkturinstitutet<sup>6</sup> utförde beräkningarna av vad en sådan utveckling skulle kunna innebära. Även i detta scenario fick i konjunkturinstitutets modell

<sup>5</sup> <http://www.riksbank.se/templates/speech.aspx?id=5909>

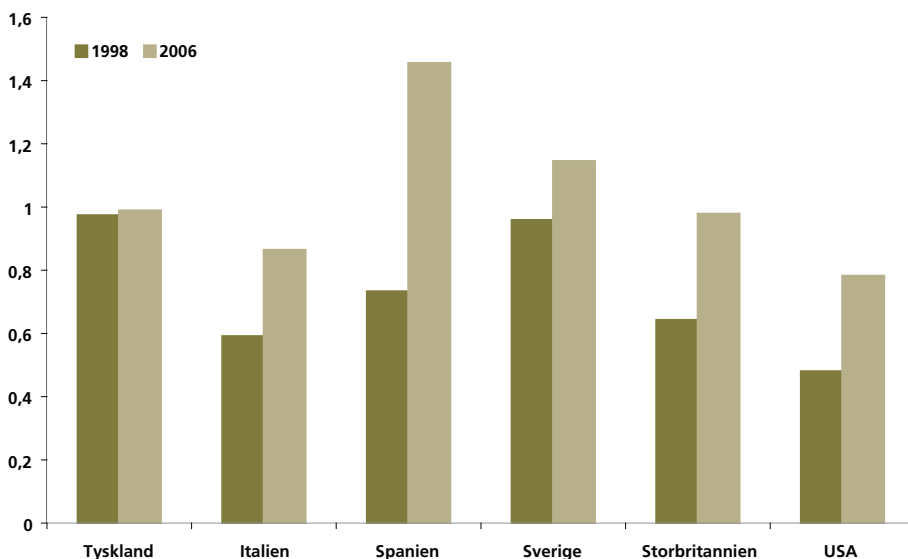
<sup>6</sup> KI (2008), s. 31-36

begränsade reala effekter och inte alls i närheten av dem som kom att förverkligas när huspriserna faktiskt började falla.

### *För det tredje ...*

Ytterligare en faktor som länge skapat osäkerhet om utvecklingen var den kraftiga kreditexpansionen som pågått under senare år. I de flesta OECD länder har kreditvolymen vuxit i förhållande till BNP sedan slutet av 1990-talet. Det innebär att det finns en större mängd låntagare i förhållande till ekonomins storlek, men också fler långivare. Det medför, allt annat lika, att ekonomin blir mer känslig för störningar på kreditmarknaden, exempelvis om ett ökat antal låntagare inte kan betala sina skulder.

Figur 1-5 Utlåning i förhållande till BNP 1998 och 2006



Källa: Reuters EcoWin Pro

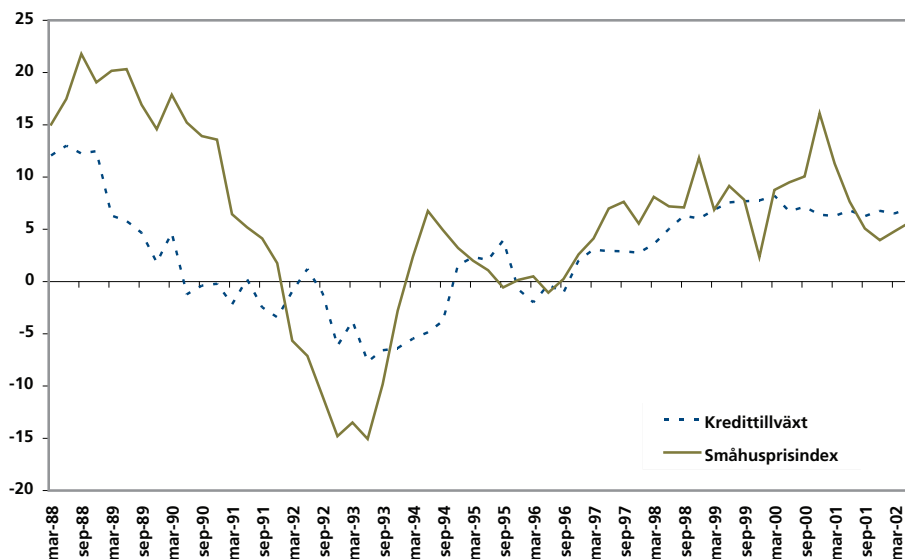
Riksbanken konstaterade i en rapport redan 2002 om den då pågående kreditexpansionen;

*”En slutsats är att medan de flesta bankkriser kan ha föregåtts av stark kreditexpansion så följer inte en bankkris efter de flesta perioder av stark kreditexpansion. En stark kreditexpansion tycks därmed skapa ökad makroekonomisk störningskänslighet som bara får effekt i få fall.”<sup>7</sup>*

I Sverige, i likhet med många andra OECD länder, fortsatte kreditexpansionen från år 2002 med oförminskad takt ända fram till den ”lilla” finanskrisen i USA som tog sin start i mitten av 2007.

Kreditvolymen tycks vidare vara nära kopplad till fastighetspriserna, i såväl uppgång som nedgång. Det ökade naturligtvis risken för att den kraftiga ökningen av tillgångspriserna skulle sluta med en hård snarare än en mjuk landning.

Figur 1-6 Kredittillväxt i hushållssektorn samt årlig procentuell förändring av småhusprisindex i reala termer, årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken, *Finansiell stabilitet 2/2002*

<sup>7</sup> Riksbanken (2002), s. 61

Det var sålunda möjligt att utifrån dessa välkända orosmoln skissa ett scenario där utvecklingen kunde leda till en bred tillgångsdeflation (fallande priser på tillgångar) och en påtaglig recession. Många av de bedömningar som gjorts har dock tonat ner riskerna för en sådan utveckling. Konjunkturinstitutet beräknade till exempel så sent som i januari 2008<sup>8</sup> vilka effekter ett prisfall på 30 procent på huspriserna i USA skulle få på tillväxten och konstaterade att;

*”Effekterna på såväl BNP som inflation i Sverige blir begränsade. Detta förutsätter dock att Riksbanken parerar efterfrågebortfallet till följd av den svagare globala importutvecklingen och de lägre importpriserna med en lättare penningpolitik.”*

Givet de effekter vi hittills sett av fallande bostadspriser i USA, som ännu ej uppgår till 30 procent, kan man i efterhand konstatera att denna bedömning var väl försiktig.

Tidigare har det även gjorts beräkningar på vad både börsfall och en justering av sparandeobalanserna skulle innebära för den reala ekonomin, samtliga har påvisat relativt små effekter.

För att summera, det var för det första rimligt att förvänta sig att sparandeobalanser förr eller senare skulle lösas ut och att det skulle försvaga den internationella konjunkturen, för det andra att huspriser och aktier skulle falla inom OECD-området när väl avmattningen kom och för det tredje att den kraftiga kreditexpansionen hade ökat sårbarheten för en avmattning på tillgångspriserna i det finansiella systemet och ökat risken för en bankkras och en förstärkt nergång.

Detta är också vad som faktiskt har hänt, men när detta förväntade scenario inträffade får man konstatera att effekterna ändå blev mycket oväntade. Det blev inga relativt små effekter på tillväxt och arbetslöshet, utan en global finansiell kris med kraftiga effekter på både tillgångspriser, tillväxt och arbetslöshet i de flesta länder. Att överraskningen blev så pass stor när finanskrisen väl inträffade får delvis tillskrivas att de ekonomiska modeller som används för att testa olika alternativa scenarion. I efterhand får det konstateras att de testningar av olika scenarion som utförts inte utfallit på ett tillfredställande sätt och att de kraftigt underdrivet de risker för fallande tillväxt och ökande arbetslöshet som faktiskt fanns. Den grövsta underskattningen av riskerna stod nog Internationella Valutafonden (IMF) för när de endast månader före Islands ekonomi - mer eller mindre - kollapsade beskrevs Islands situation som avundsvärd.<sup>9</sup>

<sup>8</sup> KI (2008), fördjupningsruta ”Vad händer om huspriserna i USA rasar?”

<sup>9</sup> Se inledningen på kapitel 6 för en utförligare beskrivning



## 2 Finanskrisen rullas upp och in i statsbudgetarna

För att ge en bakgrund till kommande analys ges här först en kortfattad beskrivning av en del av de händelser som kan beskrivas som den globala finanskrisen 2008. De mer bakomliggande faktorerna analyseras i kommande avsnitt i denna rapport.

### 2.1 Krisen inleds

Redan under vintern och våren 2007 inleddes den utveckling som lett fram till den finanskris som eskalerat under höstmånaderna 2008 till den största finansiella krisen på 75 år, för svensk del sedan Kreugerkraschen.

De kraftiga prisstegringarna på bostäder i USA vände redan 2007, vilket snabbt påverkade landets bolåneinstitut genom att värdet på deras säkerheter gradvis urholkades. Antalet förfallna skulder ökade också kraftigt redan under 2005, framför allt på det så kallade subprimesegmentet (lån med bland annat en lägre täckningsgrad än 80 procent). Detta utgör dock endast en liten del av den totala lånemarknaden<sup>10</sup> och det var först när också låntagarna i primesegmentet, det vill säga lån med minst 20 procent eget kapital och fullvärdiga kreditbetyg, började få svårt att betala sina lånekostnader som effekten började spridas i hela det finansiella systemet.

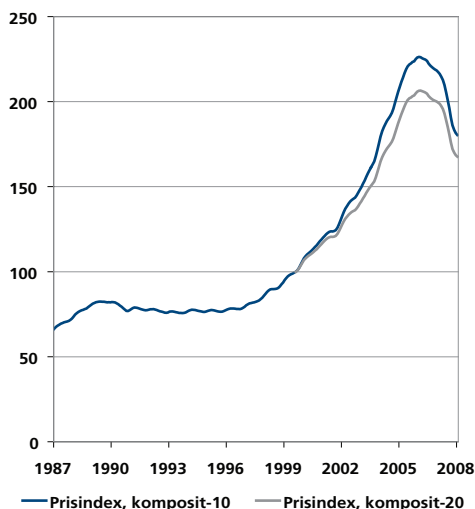
De företag som först fick problem var de banker som var specialiserade på att direkt låna ut till bostadsmarknaden. Den amerikanska marknaden fungerar i flera led och primärbankerna lånade ut mycket stora belopp som de sedan sålde vidare till sekundärmarknaden, där de stora affärsbankerna och Fannie Mae och Freddie Mac köpte upp lånen och på så sätt finansierade vidare utlåning.

Dessa primärbanker hade relativt lite eget kapital och icke-likvida tillgångar och finansierade sig relativt kort, det vill säga att de för sin dagliga verksamhet var tvungna att låna upp stora belopp. När kreditmarknaden ändrade uppfattning om bostadsmarknaden och krediter blev allt svårare att få tillgång till blev situationen snabbt ohållbar för dessa företag/banker.

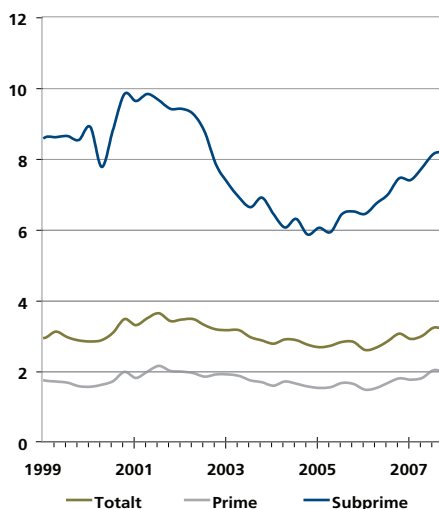
---

<sup>10</sup> Läs mer om detta i kapitel 5

Figur 2-1 Amerikanska bostadspriser och andel förfallna skulder

a) Amerikanska bostadspriser,  
index 2000=100<sup>(a)</sup>

b) Andelen förfallna skulder, procent



Anm. <sup>(a)</sup> Komposit-indexen utgörs av den genomsnittliga prisutvecklingen i de 10 respektive 20 största storstadsregionerna

Källa: Reuters EcoWin Pro (Figur 2-1 a) och OECD Economic Outlook database (Figur 2-1 b)

Ett av de första företagen att begära så kallade kapitel 11-konkurs<sup>11</sup> var *Ownit Mortgage Solutions Inc.* som gjorde detta den 3 januari. Ownit var vid det tillfället skyldigt investmentbanken *Merrill Lynch* omkring 93 miljoner dollar.<sup>12</sup> Under januari, februari och mars följde därefter en rad kapitel 11-konkurser av liknande företag, däribland *Mortgage Lenders Network USA Inc.*, USA:s femtonde största subprime-utlånare med omkring 3,3 miljarder dollar i utbetalda lån bara under fjärde kvartalet 2006. Sammantaget ledde detta till att en stor andel av de amerikanska primärutlånarna, det vill säga de företag som lånar ut pengar till hushåll och småföretag, försvann från marknaden vilket fick dramatiska konsekvenser också för sekundära utlånare. Bland dessa fanns de stora affärs- och investmentbankerna, vilka i och med den omfattande konkursvågen nu satt med stora tillgångar som i praktiken blivit värdelösa.<sup>13</sup>

<sup>11</sup> Ett företag som ansöker om så kallad kapitel 11-konkurs gör detta för att försöka fortsätta bedriva delar av verksamheten samtidigt som de krisdrabbade delarna stängs ned. Alternativet är en kapitel 7-konkurs där hela verksamheten stängs ned och företagets alla tillgångar säljs.

<sup>12</sup> [http://www.californiabankruptcy.com/2007/01/californiabased\\_ownit\\_mortgage.html](http://www.californiabankruptcy.com/2007/01/californiabased_ownit_mortgage.html)

<sup>13</sup> Läs mer om olika typer av långivare, finansiella instrument i kapitel sex.

Under våren 2007 började också den upplevda risken att stiga på de finansiella marknaderna i såväl USA som Europa<sup>14</sup>, bland annat på grund av en växande osäkerhet kring de många hedgefonder och andra finansiella instrument med koppling till bostadsmarknaden som vuxit fram under senare år. Detta diskuteras vid ett möte den 10 februari mellan G7-gruppens finansministrar i Essen, Tyskland, och fenomenet beskrevs där som en potentiell systemrisk och något som därför kunde fordra statliga ingripanden.

USA:s hållning var att marknadsdisciplin är det bästa sättet att hantera denna risk och att mycket pekade på att situationen på bostadsmarknaden och i ekonomin i övrigt, efter en period av osäkerhet, höll på att stabiliseras.<sup>15 16</sup>

Problemen fortsatte dock att hoppa sig i takt med att bostadspriserna fortsatte nedåt. Under april och maj 2007 ansökte ytterligare en rad finansinstitut verk samma på den amerikanska subprime-marknaden om konkurs och den 7 juni meddelade USA:s femte största investmentbank, Bear Sterns, att man på grund av likviditetsproblem ställde in investerarnas återköpsrätt<sup>17</sup> för en av bankens hedgefonder med omfattande investeringar i subprimelån. Fonden hade då tappat 23 procent i värde sedan januari samma år och på bara drygt två månader före meddelandet i juni hade fonden förlorat 19 procent.<sup>18</sup> Senare skulle Bear Sterns försöka rädda fonden genom att tillskuta 3,2 miljarder i kapital, men utan resultat.<sup>19</sup>

Även tillgångar knutna till lånemarknader med högre kreditvärdighet än subprime tappade i värde under denna period. Till exempel drabbades Alliance Bankcorp, med utlåning till kunder mellan subprime och prime, av så omfattande förluster att man den 16 juli ansökte om kapitel 7-konkurs och upphörde därmed med sin verksamhet.<sup>20</sup>

Situationen på bostads- och finansmarknaderna började nu bli så pass allvarlig att USA:s riksbank, Federal Reserve (FED), skrev ner sina prognoser över den ekonomiska utvecklingen. FED:s chef Ben Bernanke gick ut med uttalanden om att riksbanken och andra myndigheter varit för milda i sin kontroll av aggressiva bolåneföretag.<sup>21</sup>

---

<sup>14</sup> KI (2008), fördjupningsruta "Vad orsakade den finansiella krisen?"

<sup>15</sup> <http://www.ft.com/cms/s/0/3db4a4e4-b650-11db-9eea-0000779e2340.html>

<sup>16</sup> <http://www.ustreas.gov/press/releases/hp255.htm>

<sup>17</sup> Det vill säga investerarnas rätt att tvinga Bear Sterns att återköpa sålda tillgångar såsom aktier eller fonder.

<sup>18</sup> [http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/content/jun2007/db20070612\\_748264.htm](http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/content/jun2007/db20070612_748264.htm)

<sup>19</sup> <http://www.investopedia.com/articles/07/bear-stearns-collapse.asp?viewall=1>

<sup>20</sup> <http://www.reuters.com/article/bondsNews/idUSN1625754520070716>

<sup>21</sup> <http://www.nytimes.com/2007/07/19/business/19fed.html>

Bernanke presenterade också planer på att stärka denna kontroll för att dämpa hushållens eskalerande belåning, vilken i juli stigit med 6,4 procent jämfört med samma period föregående år – dubbelt så mycket som flertalet bedömare trott.<sup>22</sup>

Bear Sterns problem fortsatte under sommaren och i slutet av juli ansökte man om konkurs för två av sina hedgefonder. Många investerare förlorade sina pengar och en rad stämningar lämnades in mot Bear Sterns för hanteringen av sina kunders kapital och för att man misslett kunderna gällande risken med investeringar i subprimemarknaden.<sup>23</sup> Efter en kaotisk höst tvingades banken att i december 2007 skriva ned tillgångar till ett värde av 1,9 miljarder dollar.<sup>24</sup>

Bankens problem förde med sig rykten om bristande likviditet vilket ledde till en ovilja bland investerare och andra banker att låna ut pengar till Bear Sterns och därmed till en akut brist på kortsiktig likviditet. För att undvika en kollaps av en av USA:s största investmentbanker ingrep riksbanken genom att bevilja Bear Sterns ett lån tänkt att säkerställa den kortsiktiga likviditeten. FED:s ingripande orsakade en halvering av Bear Sterns aktiekurs och samtliga kreditvärderingsinstitut sänkte sina kreditbetyg av banken.<sup>25</sup>

Ungefär samtidigt fick den brittiska banken Northern Rock stora problem med att refinansiera sig och tvingades låna pengar av Bank of England. Skulden till riksbanken uppgick vid årsskiftet till närmare 27 miljarder pund. Under januari utarbetades en plan för hur denna skuld skulle lösas, vilken i korthet gick ut på att Northern Rock gav ut nya skuldinstrument på marknaden. Dessa garanterades av staten för att minska risken för eventuella köpare. Trots de statliga garantierna var dock intresset för de nya instrumenten svalt och i mitten av februari 2008 upphörde handeln och banken fördes över i statlig ägo. En månad senare meddelade Northern Rock att antalet anställda skulle minska med en tredjedel.<sup>26</sup>

Också i andra länder började stora banker att få problem. I Tyskland tvingades i augusti den statsägda banken KfW att överta skulder värda upp till en miljard Euro av IKD Deutsche Industriebank och i Frankrike frös samma månad landets största bank, BNP Paribas, sina tillgångar i tre fonder värda omkring 1,6

---

<sup>22</sup> <http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=9E02E3D7103EF933A25754C0A9619C8B63>

<sup>23</sup> [http://www.usatoday.com/money/economy/2007-08-01-4138637345\\_x.htm](http://www.usatoday.com/money/economy/2007-08-01-4138637345_x.htm)

<sup>24</sup> Riksbanken (2008)

<sup>25</sup> Ibid.

<sup>26</sup> Ibid.

miljarder Euro. Fonderna hade tappat 20 procent av sitt värde på två veckor, till stor del på grund av investeringar i den amerikanska bolånemarknaden.<sup>27</sup>

Parallellt med dessa dramatiska händelser arbetade amerikanska FED, Bank of England och andra centralbanker kontinuerligt för att förbättra situationen på finansmarknaderna. I många länder sänkte centralbankerna styrräntorna och ökade den kortsiktiga utlåningen i syfte att öka tillgången på likviditet i det finansiella systemet för att därigenom dämpa den konjunkturavmattning som inleddes under våren 2008. Även lån med längre löptid har förekommit, liksom uppköp av bostadsvärdepapper i utbyte mot mer likvida statspapper.

I både december 2007 och mars 2008 agerade dessutom FED, Bank of England, Europeiska centralbanken (ECB), Bank of Canada och Swiss National Bank gemensamt för att pressa ner interbankräntorna, främst genom att ge lån mot säkerhet med lång löptid.<sup>28</sup>

## 2.2 Krisen fördjupas

Den akuta fasen av finanskrisen inleddes i början av september 2008 då först de amerikanska bolåneinstitutet Fannie Mae och Freddie Mac, med tillsammans omkring två tredjedelar av den amerikanska bolånemarknaden, placerades under finansdepartementets förmyndarskap. Inledningsvis innebar detta bland annat att upp till 200 miljarder dollar i nytt kapital tillfördes bolagen från den federala budgeten och att finansdepartementet åtog sig att tillföra så mycket aktiekapital som krävdes för att täcka kommande kreditförluster.<sup>29</sup> Bakgrunden till denna ovanliga, och i mångas ögon kontroversiella, åtgärd var de kreditförluster på omkring 15 miljarder dollar som de båda bolåneinstitutet lidit under året. På grund av den tyngd de båda bolagen har på den amerikanska bolånemarknaden hotade deras problem att få betydande återverkningar både på finansmarknaderna och på den reala ekonomin, vilket drev finansdepartementet att agera på det sätt man gjorde.

En vecka efter detta besked, måndagen den 15 september, kom nästa slag mot finansmarknaden: den äldsta banken på Wall Street, Lehman Brothers, ansökte om konkurs efter att FED nekat banken finansiellt stöd. Samma dag, den 15 september, offentliggjordes Bank of Americas köp av investmentbanken Merrill Lynch som också hamnat i svåra problem efter en längre period av förluster på grund av förfallna lån och fallande priser på bostadsmarknaden. På ett år

<sup>27</sup> <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aUIoRzrktg4M&refer=home>

<sup>28</sup> Ibid.

<sup>29</sup> Telegram från Nyhetsbyrån Direkt, 2008-09-08 05:45, hämtat från Dagens Nyheters nätupplaga: [http://bors.www.dn.se/dn/site/news/newspop.page?magic=\(cc+\(news+\(id+urn%3Anewsm1%3Aasix.se%3A20080908%3ADIR-BN\\_1442802586%3A1\)\)\)](http://bors.www.dn.se/dn/site/news/newspop.page?magic=(cc+(news+(id+urn%3Anewsm1%3Aasix.se%3A20080908%3ADIR-BN_1442802586%3A1)))), 2008-09-08 10:50

mellan juli 2007 och juli 2008 hade Merrill Lynch förlorat omkring 19,2 miljarder dollar, eller 52 miljoner dollar per dag.<sup>30</sup> Ytterligare två dagar senare erhöll försäkringsbolaget AIG ett tillskott av kapital från FED på 85 miljarder dollar i utbyte mot 79,9 procent av aktierna i bolaget. AIG hade under måndagen drabbats av en likviditetskris efter att ha fått en nedskrivna kreditvärdering och därmed inte lyckats låna pengar på den ordinarie kreditmarknaden. En vecka senare, den 21 september, ombildades de två kvarvarande investmentbankerna på Wall Street, Goldman Sachs och Morgan Stanley, till reguljära banker [*bank holding companies*], trots det striktare regelverk som detta innebär. Ombildningarna genomfördes eftersom reguljära banker har bättre tillgång till kapital genom den statliga räddningsplanen och har därför tolkats som en indikation på att Goldman Sachs och Morgan Stanley var i stort behov av likviditet.<sup>31</sup>

Efter fortsatt kraftig turbulens, och aktivt ingripande från centralbanker runt om i världen för att stävja detta, presenterade den amerikanske finansministern Henry Paulson fredagen den 19 september en omfattande räddningsplan tänkt att förbättra situationen på finansmarknaderna. Tanken var att staten skulle köpa illikvida och osäkra tillgångar, så kallade *toxic assets*, till ett värde av 700 miljarder dollar från banker och andra finansinstitut och därigenom minska kreditrisken och återställa förtroendet mellan marknadens aktörer.

Det ursprungliga förslaget debatterades under veckan flitigt i USA:s kongress och växte kraftigt i omfattning genom tillägg av bland annat en övervakningsstruktur och begränsningar av chefslöner på de banker som beviljas lån. Trots förändringarna nåddes ingen överenskommelse, i huvudsak på grund av motstånd från republikanska representanter i kammaren.<sup>32</sup> Först den 28 september, efter ytterligare tillägg och kompromisser, kunde ett färdigt förslag, kallat *Emergency Economic Stabilization Act of 2008*, presenteras och läggas på representanhusets bord för godkännande. Dagen efter föll dock detta förslag i omröstning, med 205 röster för och 228 röster mot.<sup>33</sup>

Samtidigt genomfördes jämförbara räddningsaktioner i ett flertal andra länder. I Storbritannien nationaliserade staten storbanken Bradford & Bingley:s låneverksamhet, medan kontoren och sparkontoverksamheten köptes av Spaniens

---

<sup>30</sup> Louise Story (2008-07-11). "Chief Struggles to Revive Merrill Lynch", *The New York Times*. Hämtad 2008-09-14.

<sup>31</sup> "Shift for Goldman and Morgan Marks the End of an Era" article by Andrew Ross Sorkin and Vikas Bajaj in *The New York Times* September 21, 2008

<sup>32</sup> Talks Implode During Day of Chaos; Fate of Bailout Plan Remains Unresolved" article by David M. Herszenhorn, Carl Hulse, and Sheryl Gay Stolberg in *The New York Times* September 25, 2008

<sup>33</sup> Hulse, Carl; David M. Herszenhorn (2008-09-29). "House Rejects Bailout Package, 228-205, But New Vote Is Planned; Stocks Plunge", *The New York Times*. Hämtad 2008-09-29.

största bank, Grupo Santander, för drygt 600 miljoner pund.<sup>34</sup> Även i Belgien, Nederländerna och Holland agerade staterna genom att gemensamt delvis nationalisera storbanken Fortis. Tillsammans investerade de tre staterna 11,2 miljarder Euro i Fortis. I Island nationaliserades den 4 oktober landets tredje största utlånare, Glitnir, och senare skulle även Landsbanki nationaliseras och Kaupthing genomgå ett räddningspaket.

Situationen så Island har även i relation till andra drabbade länder varit extrem. Samtliga tre storbanker har kollapsat och tagits över av den isländska staten. Den isländska kronan har fallit dramatiskt i värde och handel med utländsk valuta har i det närmaste upphört. Kapitaliseringen på den isländska börsen har fallit med 75 procent. Uppskattningar visar att de tre storbankerna i dagsläget har utländska skulder på över 50 miljarder Euro, eller omkring 160 000 Euro per isländsk invånare. Detta är mer än fem gånger mer än hela Islands BNP på 8,5 miljarder Euro.

Utöver dessa olika exempel genomfördes en rad nationaliseringar av stora banker och andra åtgärder i syfte att stabilisera lånemarknaderna, såsom utfärdande av lånegarantier, i länder som Frankrike, Irland och Tyskland, vilket sammantaget tillförde det finansiella systemet enorma mängder kapital.

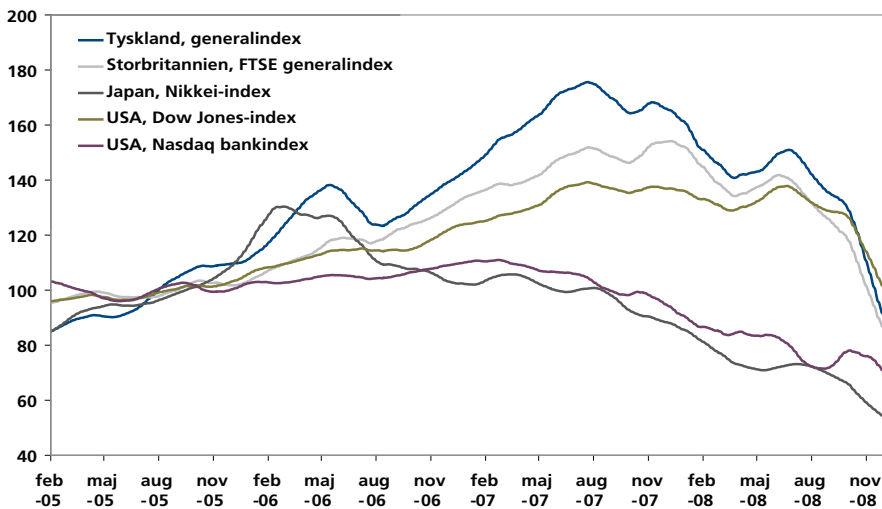
Trots dessa åtgärder fortsatte världens stora börser att falla kraftigt. På måndagen den 6 oktober föll till exempel Dow Jones Index med 777 punkter, eller nästan 7 procent, vilket är det största fallet på en dag någonsin.<sup>35</sup> Trycket ökade därmed på USA att implementera den föreslagna räddningsplanen och den 1 oktober, efter ytterligare debatt och nya tillägg, röstade också representanthuset igenom förslaget.

---

<sup>34</sup> "Banking shares plunge as crisis deepens", artikel av Graeme Wearden and Jill Treanor, guardian.co.uk, Hämtad 2008-11-03

<sup>35</sup> "U.S. stocks slide, Dow plunges 777 points, as bailout fails", MarketWatch (2008-09-29). Hämtad 2008-09-29.

Figur 2-2 Börsutveckling 2005-2008, index juni 2005=100



Källa: Reuters EcoWin Pro

Samtidigt pågick intensiva diskussioner mellan EU:s finansministrar om att ta ett mer samlat grepp på situationen. Dessa diskussioner resulterade bland annat i fler nationaliseringar och utökade lånegarantier till banker i flertalet länder. I Storbritannien tillgängliggjorde till exempel regeringen upp till 50 miljarder pund till ett urval av centrala brittiska finansinstitutioner och filialer till utländska aktörer.<sup>36</sup> Dessutom presenterade ECB, Bank of England, DED, Bank of Canada, Sveriges Riksbank och den Schweiziska riksbanken den 8 oktober en gemensam sänkning av styrräntorna med 0,5 procent.<sup>37</sup> Detta lugnade dock inte marknaden och börserna föll åter på bred front under fredagen den 10 oktober i Asien, Europa och USA.

Under helgen den 11–12 oktober möttes G7-länderna i Washington för att diskutera finanskrisen och presenterade ett gemensamt uttalande där man lovade att fortsätta stödja strategiska finansinstitutioner i den utsträckning som krävs. Ingen konkret handlingsplan åtföljde dock detta uttalande.

Följande måndag (den 13 oktober) sammanträdde EU:s ledare i Paris, ledda av Tyskland och Frankrike, för att diskutera en gemensam strategi för att återkapitalisera det europeiska banksystemet. Resultatet av diskussionerna var att varje

<sup>36</sup>"Treasury's official announcement on the banks", The Guardian (2008-10-08). Hämtad 2008-10-08.

<sup>37</sup>"Central banks cut interest rates", BBC news, artikel publicerad den 8 oktober, Hämtad 2008-11-03



land åtog sig att erbjuda, och finansiera, sina inhemska banker lånegarantier och utforma dessa efter lokala omständigheter. Detta gör att omfattningen av åtgärderna varierar från land till land. Storbritannien skjuter till exempel inledningsvis till 37 miljarder pund, Tyskland 400 miljarder Euro, Spanien 100 miljarder Euro och Sverige 1 500 miljarder kronor (cirka 170 miljarder Euro). Gemensamt för många av de individuella landstrategierna är att krav har ställts på bankerna gällande bland annat utbetalningar av aktieutdelning, chefslöner och hur styrelsemedlemmar utses.<sup>38</sup> Totalt beräknas denna handlingsplan kosta omkring 1 triljon Euro.<sup>39</sup>

Det svenska regeringens stabilitetsplan antogs av riksdagen den 29 oktober och omfattar som nämnt ovan 1 500 miljarder kronor i lånegarantier till de svenska bankerna. De banker som ansöker om statliga lånegarantier inom ramen för stabilitetsplanen kommer att få betala en halv procent av garantibeloppet i avgift, för lån upp till ett år. För längre lån kommer avgiften att bestämmas från fall till fall och baseras på regeringens bedömning av risken med lånegarantin.

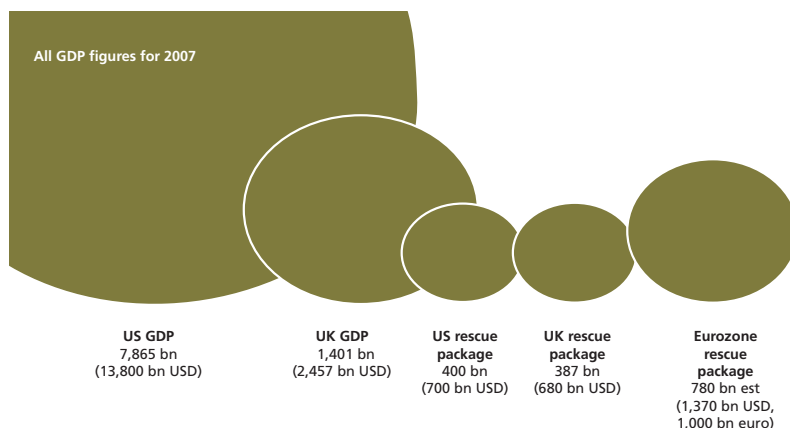
Vidare sätter regeringen en övre gräns för ersättningen till den fem ledande beslutsfattarna i de banker som beviljas lånegaranti och ingen bonus får betalas ut under garantitiden. De svenska bankernas reaktion på stabilitetsplanen var inledningsvis mycket avvaktande och endast Swebank av de stora svenska bankerna stöder för närvarande stabilitetsplanen (januari 09).

---

<sup>38</sup> J. Cox (2008), "Credit Crisis Timeline" University of Iowa Center for International Finance and Development E-Book

<sup>39</sup> Jolly, David; Katrin Bennhold (2008-10-12). "European Leaders Agree to Inject Cash Into Banks", The New York Times. Hämtad 2008-10-12.

Figur 2-3 Internationella räddningspaket



Källa: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7644238.stm>

Europas handlingskraft påverkade i stor utsträckning USA:s fortsatta hantering av finanskrisen. Den 14 oktober sattes räddningsplanen TARP (Troubled Asset Relief Program) i verket genom att 250 miljarder av de utlovade 750 injicerades i det finansiella systemet. Till skillnad från i finansminister Paulsons ursprungliga förslag skedde utbetalningarna till de banker som ansökt om att få delta i programmet i utbyte mot aktier, så att staten i praktiken gick in som delägare i dessa banker. Liksom i Europa följde även med kapitalet en uppsättning krav på bankerna, till exempel i fråga om begränsningar av ersättning till de högsta cheferna.<sup>40</sup>

Även utanför Europa och Nordamerika genomfördes under mitten av oktober liknande åtgärder i många länder, till exempel i Förenade Arabemiraten, Ryssland, Japan och Australien.

Under november har det internationella samarbetet kring hur finanskrisen och den gryende lågkonjunkturen ska hanteras fördjupats. Den 15 november hölls i Washington ett toppmöte med ledare från länderna i den så kallade G-20 gruppen<sup>41</sup>, under vilket man diskuterade en gemensam akut handlingsplan samt mer långsiktiga reformer av det finansiella systemet.

<sup>40</sup> <http://www.ft.com/cms/s/0/395a0fa6-99f2-11dd-960e-000077b07658.html>

<sup>41</sup> Till G20-gruppen hör G7-länderna USA, Kanada, Frankrike, Tyskland, Storbritannien, Italien och Japan samt 13 snabbväxande ekonomier däribland Brasilien, Ryssland, Kina och Indien.

Inför mötet i Washington presenterade Kina ett omfattande stimulanspaket som syftar till att dämpa effekterna av den finansiella krisen, i synnerhet den fallande globala efterfrågan. Paketet omfattar 586 miljarder dollar, vilket motsvarar cirka sju procent av BNP, och innebär bland annat att redan planerade satsningar på infrastruktur, hälsovård och miljö tidigareläggs och utökas.<sup>42</sup>

Trots dessa långtgående åtgärder och en internationell samverkan har ännu inte finanskrisen passerat. Fortsatt kraftiga svängningar på världens börser, fallande bostadspriser, fler konkurser och betydande effekter på den reala ekonomin såsom vikande sysselsättning och negativ tillväxt i flera länder har blivit resultatet av den utbredda osäkerheten på världens finansmarknader.

Den hårda kärnan av övervärderade tillgångar (tillgångsinflation) gällde dock inte bara USA, utan i princip samtliga andra OECD-länder. Det är slående hur likartade utvecklingen varit i nästan samtliga OECD-länder och där alla länder mer eller mindre upplevt en kraftig tillgångsinflation under en längre period. Nationella särarter kan säkerligen förklara varför länders tillgångsinflation varit olika stark och att de därmed drabbats olika mycket när krisen väl utlösts, men inte den underliggande gemensamma trenden. För att förklara den underliggande trenden av snabb tillgångsinflation måste snarare likheter än olikheter sökas. Finanskrisens snabba och kraftfulla genomslag kan därmed inte enbart ses som spridningseffekter från USA.

---

<sup>42</sup> Sveriges ambassad i Peking, telemedelande 2008-11-10 (Mnr PEKI/20081110-1)



### 3 Det fanns goda skäl för stigande tillgångspriser

I efterhand kan det framstå som uppenbart att tillgångspriserna hade stigit på ett sätt som saknade koppling till den reala ekonomin. Det var dock få som gjorde den analysen före krisen, även om det fanns välkända undantag. Tvärtom fanns det de som menade att exempelvis fastighetspriserna inte karakteriserades av en bubbla – trots att de steg snabbt<sup>43</sup>. När finanskrisen väl inträffat fokuserade massmedia på det som beskrevs vårdslös utlåning från finansinstituten och de mycket generösa ersättningarna till ledningarna. Finansminister Anders Borg talade i samband med krisen om en kultur av girighet<sup>44</sup>.

Som grundläggande förklaring till den mycket långa period av tillgångsinflation som föregick finanskrisen i samtliga länder är dock inte vårdslös utlåning, höga ersättningar eller girighet tillfredsställande. Problemet är snarare att utlåningen vid tillfället inte ansågs vårdslös, att de höga vinsterna (som skapades genom allt större risktagande) förklarade de höga ersättningarna och att ytterst få talade om girighet. Samtliga dessa fenomen kan snarast ses som symptom på finanskrisen än dess förklaring. Att individualisera problemen med finanskrisen till enskilda individers moral, institutioners vårdslöshet eller länders misstag riskerar att minska nödvändig systemförståelse, det vill säga att dagens ekonomisk-politiska ramverk och internationella finansreglering misslyckade med att varna i tid så motåtgärder kunde vidtas och gav felaktiga incitament till ekonomiska aktörer.

Återigen kan en jämförelse med Sveriges 1990-talskris vara relevant. Som vi tidigare nämnt figurerade flitigt både fastighetsbolag, banker och enskilda individer som förklaringar till krisen i massmedia.

Det argumenterades exempelvis att George Soros, en välkänd valutaspekulant, var skyldig till att kronan tvingades flyta och därmed föll kraftigt i förhållande till andra valutor. I efterhand framstår det som relativt klart att krisen hade blivit mycket värre om den fasta växelkursen hade bibehållits, då hade anpassningen varit tvungen att i stället komma via fallande löner och priser, vilka karakteriseras av betydande tröghet nedåt.

Efter en tid tenderar diskussionen att förlora det rena aktörsperspektivet och övergå till mer strukturella förklaringar. Den svenska 1990-talskrisen som

<sup>43</sup> Exempelvis Ben Bernanke, i ett uttalande den 27 oktober 2005, när han nyligen hade tillträtt som chef för den amerikanska centralbanken. Artikel i Washington Post: <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2005/10/26/AR2005102602255.htm>.

<sup>44</sup> SVT Aktuellt 21.00, 030209

sammanfattades ett antal år efteråt av Urban Bäckström, dåvarande riksbankschef i Ekonomisk Debatt på följande sätt;

*”Gemensamt för de länder som hamnat i problem är att en period av högkonjunktur sammanfallit med olika former av finansiell sårbarhet i ekonomin. Här finns själva orsaken till problemen. Högkonjunkturen, som ibland resulterat i överhettning, har lett till bytesbalansunderskott. Underskottet har ofta förvärrats av en urholkad konkurrenskraft. En orsak till det har varit stigande inhemsk inflation. En annan att den nominella växelkursen apprecierat, beroende på olika valutakorgars konstruktion i fasta växelkurssystem. Den finansiella sårbarheten har uppträtt efter finansiella avregleringar. En kraftigt ökad kreditgivning har sammanfallit med stigande tillgångsvärden som t ex aktier och fastigheter. Kreditexpansionen har även drivit på efterfrågeutvecklingen. Bytesbalansunderskottet har parerats med kortfristiga kapitalinflöden, som ofta kanaliserats via banksystemet.”<sup>45</sup>*

I det svenska fallet bidrog avregleringen av penning- och kreditmarknaden år 1985 till en kraftig kreditexpansion. När hushållen på marknadsvillkor kunde belåna sin huvudsakliga förmögenhetstillgång, fastigheter, under andra hälften av 1980-talet så utlöste det en befogad justering av hushållens förmögenhetsställning, det vill säga av relationen mellan konsumtion idag och konsumtion i framtiden. Den tidigare regleringen hade uppenbarligen skapat en allt för stor tonvikt på framtida konsumtion.

Det var sålunda den gången motiverat att priserna steg till en ny jämviktsnivå som speglade de nya förutsättningarna på kreditmarknaden. Att utvecklingen blir så stark beror på att i likhet med neråtgående spiraler finns det också uppåtgående spiraler där snabbt stigande tillgångspriser attraherar kapitalplacering och därmed ökar möjligheterna till belåning. Detta driver på tillgångspriserna ytterligare och ökar hushållens förmögenhet, vilket i sin tur motiverar ett minskat sparande – ökad konsumtion.

Det bör noteras att under 1990-talskrisen var det inte bara tillgångar i bostäder som steg i pris, utan även aktier drogs med i den kraftiga ökningen av tillgångspriser (se figur 3-1).

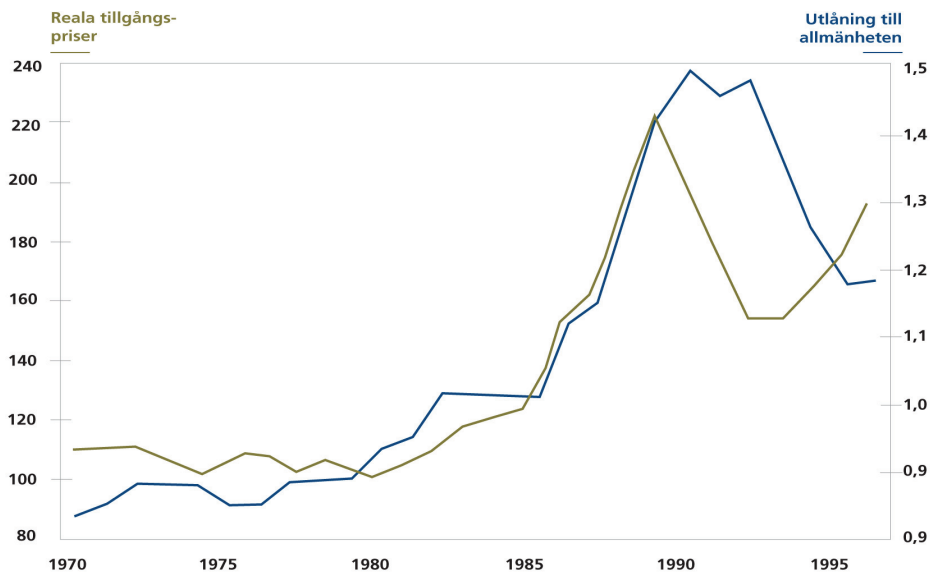
Lönsamheten av att vara på en marknad med snabbt stigande tillgångspriser lockar aktörer att ha hög belåning och bankerna till en ansvarslös utlåning, det vill säga bristande riskhantering från de finansiella institutionerna. Konsekvensen av denna positiva spiral blev en allt för kraftig ökning av både tillgångspriserna och efterfrågan i ekonomin. De som sitter med högst risk utlöser krisen när den oundvikliga avmattningen av tillgångspriserna förr eller senare kom-

<sup>45</sup> Bäckström (1998)

mer, vilket kraftigt förstärker den reala ekonomins redan påbörjade försvagning.

Figur 3-1 Tillgångspriser och utlåning till allmänheten

Index 1980=100 respektive procent av BNP



Anm: Med reala tillgångspriser menas ett index bestående av ett vägt genomsnitt av aktiekurser och fastighetspriser deflaterat med konsumentprisindex. Vikterna är beräknade utifrån sammansättningen av den privata sektorns förmögenhet.

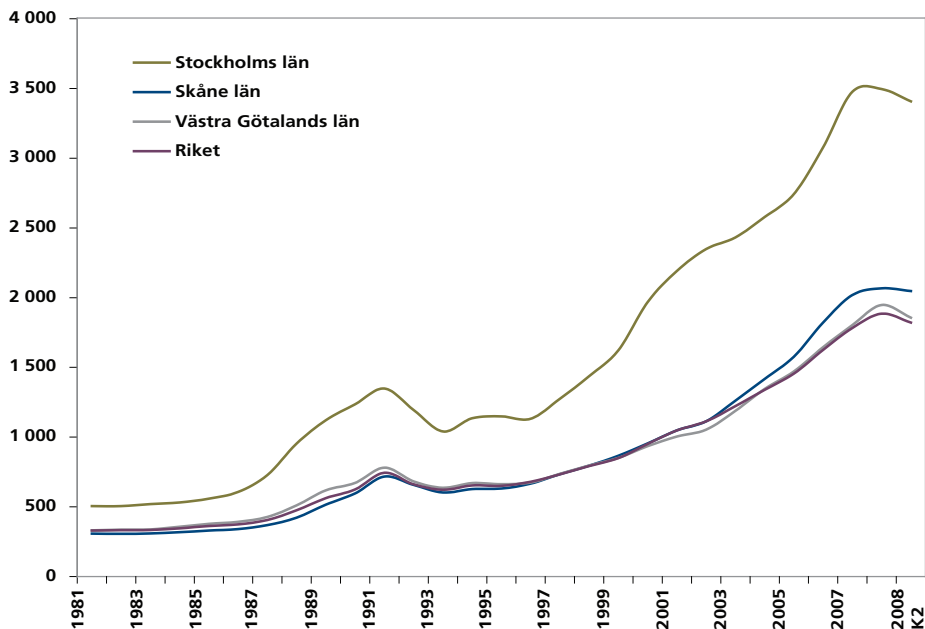
Källa: Bank of international Settlements, ur Bäckström (1998)

Att fastighetsmarknaden i USA, och subprimelånen i synnerhet, var den utlösande faktorn för den globala finanskrisen råder det en relativt stor konsensus kring. Det förefaller dock lika enkelt att konstatera att en lokalt överhettad fastighetsmarknad i USA inte kan få de enorma effekterna på det finansiella systemet globalt som det fått. De totala utstående subprimelånen uppgick till 300 miljarder USD. Förlusterna på subprimemarknaden beräknades av IMF till 50 miljarder USD. Global BNP var år 2007 cirka 82 500 miljarder dollar. De totala förlusterna för USA på cirka 1 400 miljarder dollar utgör ungefär 1,5 procent av världens BNP.

Förlusterna utgör dock nästan 10 procent av USA:s BNP, med risk för mer<sup>46</sup>, och skulle även i normalfallet förväntas få stora effekter lokalt och med vissa spridningseffekter via utrikeshandel och så kallade balansräkningseffekter till övriga världen i linje med de beräkningar som Konjunkturinstitutet gjort, även om dessa varit i underkant. Den mycket breda tillgångsinflationen som drabbat samtliga OECD länderna pekar på att det finns gemensamma underliggande problem i fler ekonomier än den amerikanska.

En utgångspunkt för att undersöka bakomliggande strukturella faktorer är att det är långt ifrån endast den amerikanska fastighetsmarknaden som stigit kraftigt, även om den var först med att krascha. I nominella tal har ökningen i exempelvis även i Sverige varit mycket kraftig sedan mitten av 1990-talet.

Figur 3-2 Köpeskilling för småhus, medelvärde i tkr efter region



Källa: SCB

<sup>46</sup>Den välkända ekonomiprofessorn Nouriel Roubini bedömde att förlusterna kunde uppgå till 2000-3000 miljarder i Dagens Industri den 15 okt 2008



I likhet med förklaringsmodellen för den amerikanska fastighetsmarknaden som fokuserar på subprimemarknaden finns det särdrag på den svenska marknaden som påverkat fastighetspriserna. Den svenska bolåne marknaden kan efter 2009 sägas nästan uteslutande karakteriseras av subprimelån, då ”bottenlån” tillåts uppgå 90 procent av fastighetsvärdet. Definitionen av subprimelån i USA är lån där låntagarens kontantinsats tillåts understiga 20 procent. Primelån i USA är lån som uppfyller följande kriterier: under ett visst lånetak, god kredithistorik, 20 procent kontantinsats samt tillräckliga inkomster.

Alla lån som inte uppfyller dessa kriterier – som är uppställda av de två stora bolåneinstituten Fannie Mae och Freddie Mac<sup>47</sup> – har andra benämningarna än primelån, såsom subprime (uppfyller inte kriterierna), Alt-A (uppfyller delvis kriterierna) samt Jumbo (lån över taket). De olika benämningarna anses spegla även risknivån i respektive kategori.

Ett problem är dock att exempelvis subprimelånen visat sig innehålla allt från så kallade ninjalån (*No Income, No Job, no Assets*) till en hög andel låntagare som egentligen uppfyller kriterierna får primelån. Osäkerheten bakom lånestockens kvalitet ökar ytterligare osäkerheten kring tillgångarnas värde.

En motsvarande uppdelning av bostadslånen på den svenska marknaden skulle alltså innebära att en del av den utlåning som skett efter 2008 definitivt inte kan beskrivas som prime. De lägre kraven på låntagarna gav förutsättningarna för ytterligare kreditexpansion och innebar allt annat lika en ytterligare press upp på fastighetspriserna när de redan steg kraftigt.

När regeringen förändrade fastighetsskatten 2007 (infördes 2008) och sänkte fastighetskatten kraftigt på högt värderade fastigheter, främst i storstäderna där prisökningarna varit snabbast, ledde det också allt annat lika till en ytterligare press upp på bostadspriserna.

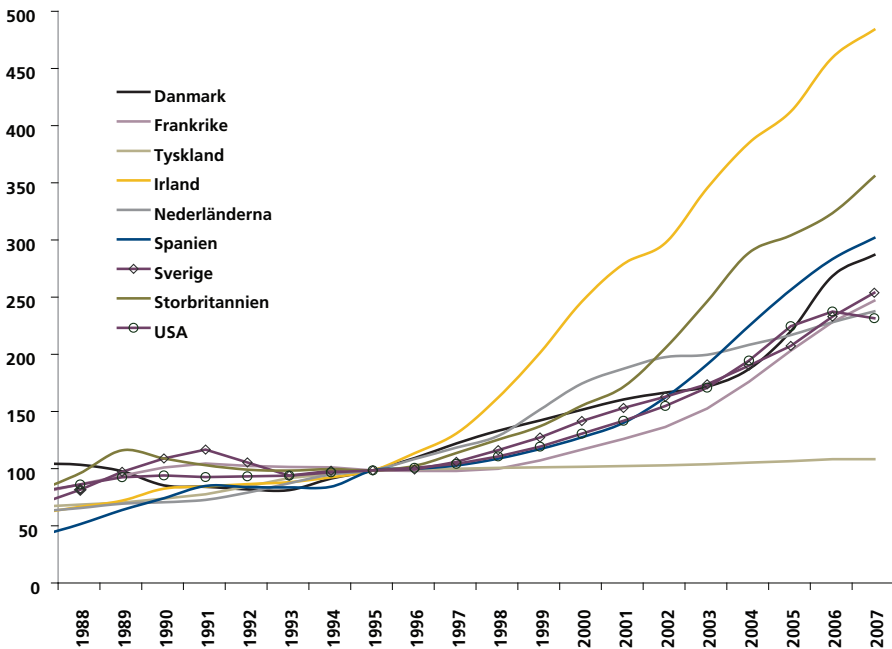
Liknande särförhållande där olika förändringar i regelverk och skatter kan ha drivit på bostadspriserna går att finna i många av de europeiska länderna. Det förefaller dock inte rimligt att söka efter förklaringen i nationella särdrag i en situation som delas av så många länder.

De olika särdragen kan säkerligen delförklara varför olika länder har drabbats olika hårt i dagens finansiella kris, men kan rimligen inte förklara varför mer eller mindre samtliga länder sedan mitten av 1990-talet haft snabbt stigande fastighetspriser, med välkända spridnings- och spiraleffekter på kreditexpansion, efterfråga och andra tillgångar samt efterföljande åtstramning.

---

<sup>47</sup> Fannie Mae och Freddie Mac är de två dominerande bolåneinstituten. De är privatägda men statligt reglerade.

Figur 3-3 Utveckling av nominella huspriser, index 1995=100



Källa: Reuters EcoWin Pro samt ITPS beräkningar

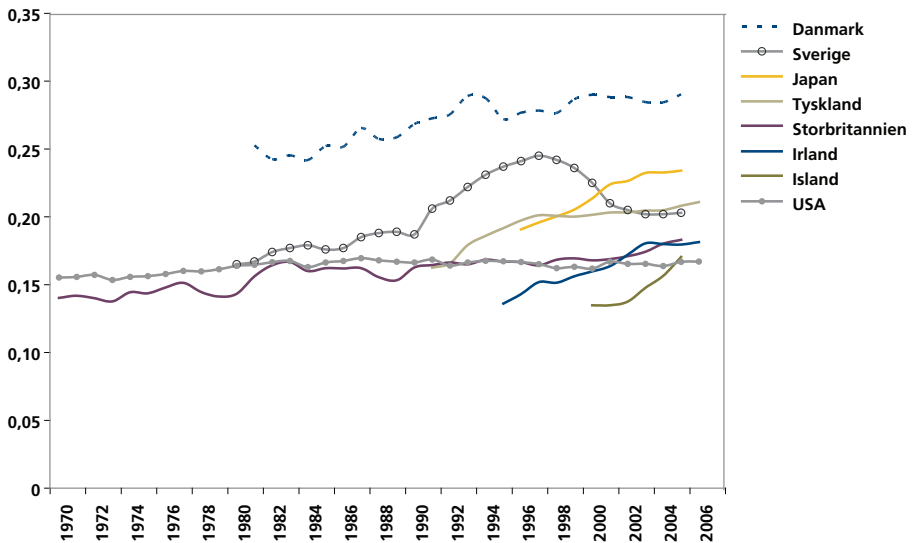
Den första mer grundläggande frågan är vad som styr hushållens betalningsvilja för fastigheter. Det är naturligtvis inte enbart betalningsviljan (efterfrågan) som definierar priset, utan även utbudet. Vi förenklar dock så att utbudet är låst (vilket på kort sikt är relativt sant) och även så att efterfrågan inte påverkas av några populationseffekter, det vill säga befolkningsutveckling, demografisk komposition och så vidare anses konstant. Skatter och regler konstanthålls också.

Tankeramen utgår utifrån hushållens beteende och perspektiv och givet att vi låser faktorer som hushållet inte kan påverka, renodlas förståelsen av hushållets prismekanism. I en sådan tankeram blir huspriserna en funktion av följande faktorer: preferenser, inkomst, förmögenhet samt kostnad för kapital. Det kan förstås som en förenklad husprisformel som avvänds i mer elaborerade bedömningar av husprisutvecklingen<sup>48</sup>, vilken är tillräcklig för att illustrera den poäng som görs här.

<sup>48</sup> Se exempelvis Himmelberg m fl. (2005)

När det gäller preferenser antas dessa vara konstanta över tiden i den meningen att hushållen kommer att vilja lägga samma andel av den disponibla inkomsten över tid för bostadsutgifter (bostadsutgiftsandelen). Detta är ett empiriskt försiktigt antagande, då ökad inkomst bitvis åtföljt av snarare stigande andel än konstanta. Sedan 1970 har trenden varit mer eller mindre konstant i USA<sup>49</sup>.

Figur 3-4 Hushållens bostadsutgiftsandel, 1970–2006



Källa: Reuters EcoWin Pro, SCB (Hushållens utgifter, HUT) samt ITPS beräkningar

<sup>49</sup> FED (2008)

Det framstår också rimligt att hushållen önskar öka kvaliteten i sitt boende i takt med att inkomsterna ökar. Konstanthålls andelen av den disponibla inkomsten som går till boende, så stiger bostadspriserna i takt med stigande att inkomst och förmögenhet samt fallande räntor. I och med att just bostäder är hushållens stora förmögenhetstillgång innebär det att bostadspriserna i princip förstärker sig själva under uppgångsperioder och det är därför troligt att de stiger mer än inkomsten.

Priset på bostäder kan ur hushållets perspektiv både förstås i termer av nominellt pris, men också som kostnad för bostaden. Kostnaden för bostaden bestäms av det nominella priset på bostaden samt priset på kapital. Givet antagandet att hushållen konstanthåller andelen av den disponibla inkomsten som går till bostadskonsumtion över tid kommer kostnaden för bostaden styra hushållens beteende och inte priset (annat än genom dess indirekta effekt på kostnaden). Höga nominella priser avskräcker sålunda inte presumtiva hushåll som går i köptankar, det gör däremot höga kostnader.

Priset på kapital kan mätas i antingen nominella eller reala termer, det vill säga med räntan kunden betalar till banken (nominellt) eller kostnaden för lånet minus inflation (realt). Det som anses styra rationella aktörers beteende är den reala räntans utveckling, vilket stämmer väl med att huspriserna steg kraftigt när realräntan började falla i mitten av 1990-talet.

När det gäller bostäder kan även den nominella nivån få styreffekter i verkligheten. Givet att tillgången stiger i takt med inflationen, så kan samma realränta med olika höga nominella räntor ses som ett ”tvångssparande” som alla hushåll inte har råd med. Det är inte realistiskt att hushållet varje år skulle justera upp lånen Realt så man i slutet av året skulle få tillbaka sparandet. Låga reala räntor, som helst kombineras med låga nominella räntor, innebär att kostnad för kapital är låg.

Utav faktorerna inkomst, kapitalkostnad och förmögenhetseffekter pekar forskning på att det framför allt är kapitalkostnaden som spelar störst roll för husprisutvecklingen.

*”A surprising result is that household income has a very small explanatory power over housing price movements. Its contribution over the long horizon is less than 10% of total housing price variability. This sharp contrast with the role of interest rates suggests that purchasing decisions are more sensitive to the nominal amount of monthly payments than to the size of the loan in relation to household income. These results support the view (BIS (2003)) that, in recent years, the historically low interest rates have been the major*

*contributor to the booming housing markets in most industrialized countries.*<sup>50</sup>

Resultatet att inkomstutvecklingen har ett lågt förklaringsvärde för fluktuationer i bostadspriser kanske inte är så förvånande som det kan framstå vid första anblicken. Inkomstutvecklingen är relativt stabil över tid med en tillväxttakt i de utvecklade ekonomierna på 2–3 procent årlig ökning över långa perioder, med variationer på ett par procent upp eller ned beroende på konjunktur, finanspolitiska åtgärder eller produktivitetstrender.

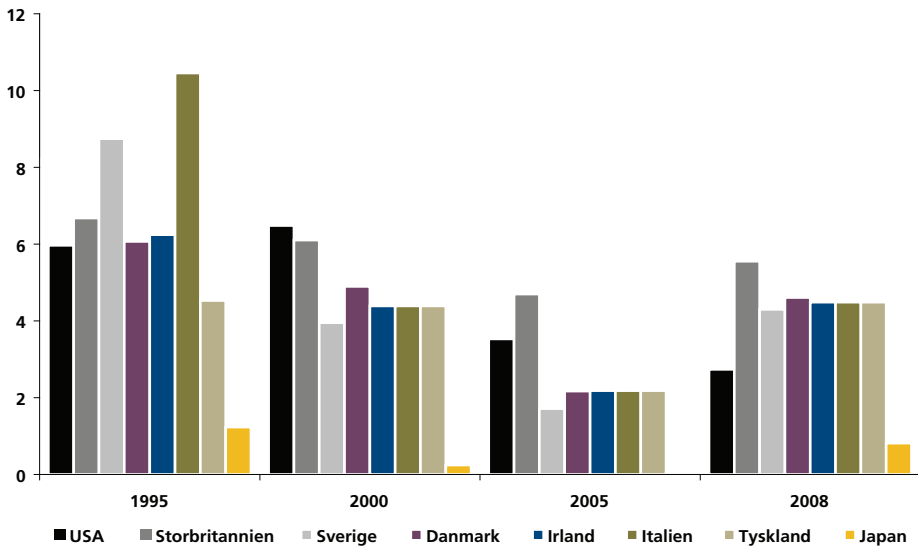
Huspriserna uppvisar en betydligt större volatilitet och förklaras naturligen bättre av en underliggande faktor som uppvisar samma beteende, det vill säga räntan. Det är snarare troligt att den långsiktiga **prisnivåutvecklingen** över tid bestäms av inkomsten och **volatiliteten** bestäms huvudsakligen av räntan. Resultat framstår därmed inte så kontraintuitiva som det beskrivs i citatet ovan.

Sedan mitten av 1990-talet har räntorna reallt fallit kraftigt och nästan halverats samtidigt som hushållens inkomster ökat reallt vilket innebar att hushållens andel för bostadsutgifter hade kunnat falla relativt dramatiskt under denna period. Hushållens utveckling av bostadsutgifterna som andel av disponibel inkomst har dock hållits relativt konstant, eller i flera fall ökat, vilket i stället lett till kraftigt höjda bostadspriser.

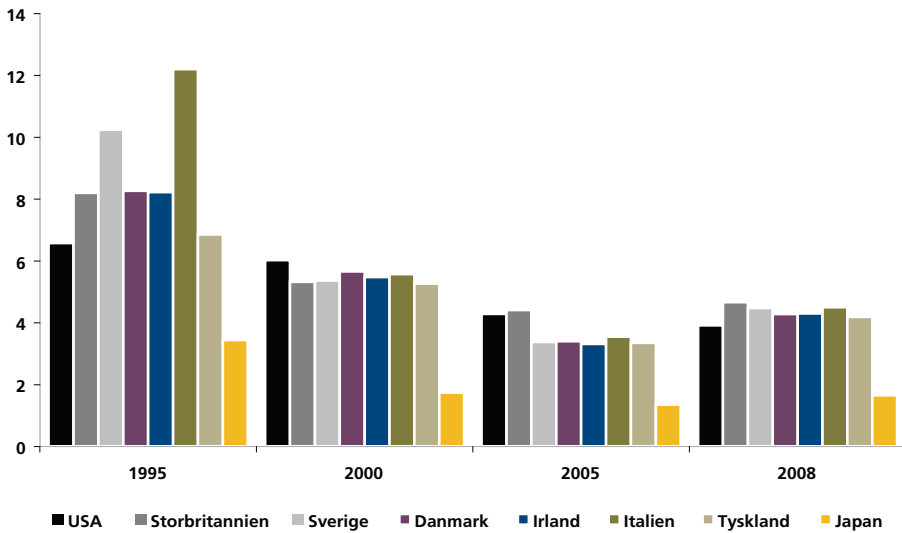
---

<sup>50</sup> Tsatsaronis och Zhu (2004)

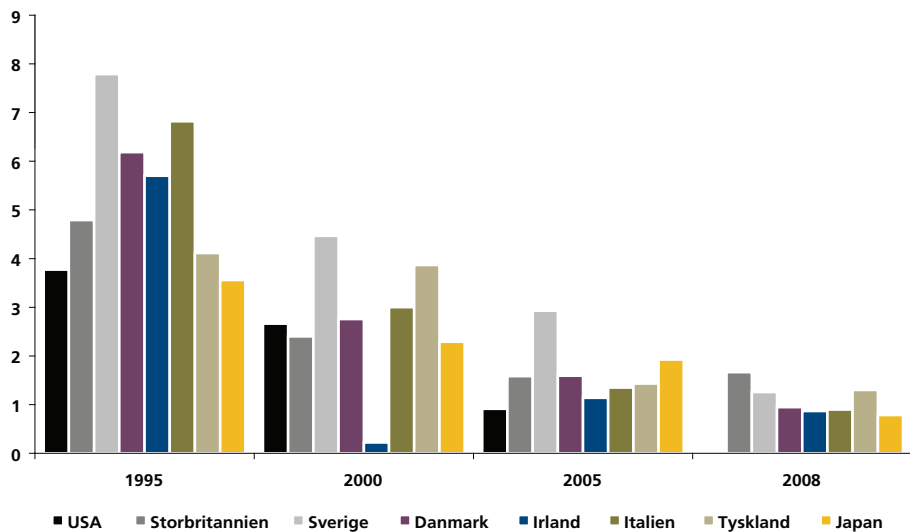
Figur 3-5 Nominell korränta, 1995–2008



Figur 3-6 Nominell långränta, 1995-2008



Figur 3-7 Realränta, 1995–2008



Källa: Reuters EcoWin Pro

Sätts ökningen av prisnivå på bostäder i relation till inkomst- respektive ränte-utvecklingen för perioden 1995–2007 är det tydligt att bostadspriserna stigit snabbare än vad som motiveras av inkomstökningen.

Tabell 3-1 Huspriser, disponibelinkomst och räntor, utveckling mellan 1995 och 2007, Index 1995=100

	USA	Europa <sup>(a)</sup>	Stor-britannien	Sverige
Huspriser	233	257	357	255
Disponibel inkomst	188	159	174	155
Huspriser deflaterat med disponibelinkomstutveckling	123	157	205	164
Realränta	47	40	56	25
Nominell ränta	88	64	89	41

Anm.:<sup>(a)</sup> Europa är ett genomsnitt av Danmark, Frankrike, Tyskland, Nederländerna, Sverige, Storbritannien och Spanien

Källa: Reuters EcoWin Pro och ITPS beräkningar

En stor del av den prisökning på bostäder som skett sedan 1995 kan således förklaras av att hushållen har anpassat sig till lägre nominella och reala räntor och att det inneburit en betydligt högre skuldsättning för hushållen som därmed blivit känsligare för ränteförändringar.

Finanskrisen kan dock inte förklaras av fallande realräntor, det förklarar bara varför en anpassning mot högre fastighetspriser inte saknade grund och så länge de grundläggande faktorerna bakom är fortsatt giltiga kommer nivån, både reall och nominellt, för fastigheter ligga en bra bit över den nivå som rådde före dessa faktorerers påverkan.

De fallande realräntorna beror på att inflationen från början av 1980-talet i många länder föll snabbt, men det var inte förrän inflationen stabiliserats på en låg nivå i mitten av 1990-talet som realräntorna började falla ordentligt.

En anpassning av tillgångspriserna till lägre kostnader för kapital leder inte i sig till någon finanskris. Finanskrisen beror på att anpassningen till den högre prisnivån, i likhet med den förmögenhetsjustering som svenska hushåll gjorde på 1980-talet, skjutit över målet och att prisökningarna blivit för stora.

Att det har kunnat ske bär givetvis banker och finansinstitut ett ansvar för, då husprisökningen till del varit driven av en accelererande kreditexpansion, återigen i likhet med Sverige på 1980-talet, med åtföljande bank och finansproblem när räntorna stiger, priserna mattas av och vänder ned.



Innan frågan om varför marknaden skjuter över målet behandlas finns det anledning att beröra vad som kan förklara först de fallande nominella räntorna och sedan de fallande realräntorna och vilken utsträckning dessa kan anses bestående.



## 4 Priset på kapital har fallit och pressat upp tillgångspriserna

Perioden efter andra världskriget var en period av historiskt hög och stabil ekonomisk tillväxt. Återhämtningen efter två världskrig påskyndades av såväl Marshallplanen som upprättandet av ett flertal nya internationella ekonomiska institutioner.<sup>51</sup> Särskilt betydelsefulla var de så kallade Bretton Woods institutionerna Världsbanken (föregångaren) och Internationella valutafonden (IMF).<sup>52</sup> IMF skulle genom att övervaka det internationella valutasystemet, garantera stabila valutakurser, finansiellt stödja länder i kris och främja frihandel genom att uppmuntra avskaffandet av handelshinder. Världsbankens roll var ursprungligen att stödja uppbyggnaden av Europa och Japan efter kriget. Dessa båda institutioner var i både sin existens och funktion mycket en produkt av Keynesianska tankar<sup>53</sup>. J.M Keynes närvarade också personligen vid konferensen.

I samband med IMF:s grundande upprättade de allierade länderna under andra världskriget ett avtal där man förband sig att ansluta till ett system med fasta växelkurser för landets valuta gentemot dollarn, det så kallade Bretton Woods-systemet. För att säkerställa dollarns stabilitet garanterade USA genom avtalet ett fast dollarvärde relativt guldpriset.

---

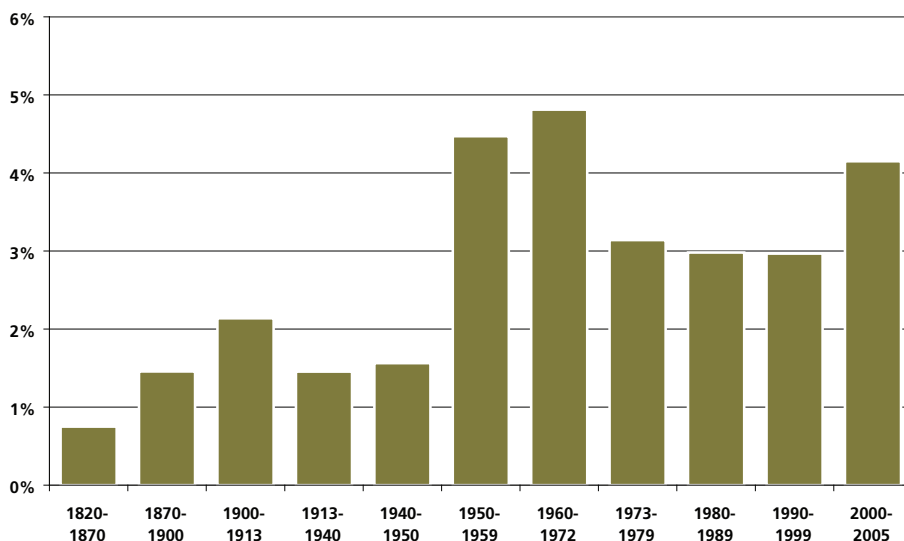
<sup>51</sup> Däribland Organisationen för europeiskt ekonomiskt samarbete, OEEC, och Europeiska betalningsunionen, EPU.

<sup>52</sup> Efter den lilla staden Bretton Woods i USA där den internationella konferensen mellan 45 länder hölls som beslutade om de nya institutionerna år 1944.

<sup>53</sup> Efter den brittiske ekonomen John Maynard Keynes som på 1930-talet publicerade boken *The General Theory of Employment, Interest and Money*, i vilken han presenterade teorin att staten kan stimulera ekonomisk tillväxt med hjälp av till exempel skattepolitik, räntor och offentliga investeringar.

<sup>54</sup> Se Stiglitz (2002) för en beskrivning hur detta uppdrag ändrades på 80-talet.

Figur 4-1 Global BNP-tillväxt



Källa: Angus Maddison *Historical Statistics*

Syftet med Bretton Woods var att bryta med den tidigare traditionen av upprepade devalveringar av lokala valutor, vilka genomförts för att stärka det egna landets konkurrenskraft på exportmarknaden. På så sätt hoppades man stärka världshandeln och därmed öka tillväxten, minska arbetslösheten och förbättra människors levnadsstandard. I linje med detta resonemang slöts också 1947 frihandelsavtalet *General Agreement on Tariffs and Trade*, GATT.

Ovanstående multilaterala avtal och överenskommelser bidrog till att främja handel både mellan länderna i Europa och över Atlanten vilket gynnade tillväxten och underlättade återuppbyggnaden av det raserade Europa. I de industrialiserade länderna som grupp växte produktionen mellan 1950 och 1973 med över 4 procent i medeltal, men variationen mellan enskilda nationer var betydande.

De länder som växte snabbast var de med god inhemsk tillgång till (industriell) arbetskraft (såsom Japan, Italien och Tyskland) eller med stor arbetskraftsinvandring (Västtyskland). USA, Kanada och Storbritannien, vilka hade de högsta per capita inkomsterna vid krigets slut, växte långsammare under denna period i relation till Kontinentaleuropa och Japan men fortfarande snabbare än under någon annan längre period i ländernas tidigare historia.<sup>55</sup> Att just dessa

<sup>55</sup> Cameron och Neal (2003)

länder i relativa termer växte långsammare kan förklaras av nationalekonomisk konvergensteori där upphinnande (lägre BNP per capita nivå) ska växa snabbare.

Ett tydligt särdrag för 1900-talet fram till 1973, och för perioden 1950–1973 i synnerhet, var statens allt starkare ställning. Keynesianismen, det vill säga att staten aktivt bör motverka allt för kraftiga konjunktursvängningar med aktiv finans- och penningpolitik, var den dominerande uppfattningen.

Laissez-faire politiken som förordade att staten i princip endast skulle garantera lag och ordning och yttre säkerhet, det vill säga nattvaktarstaten, hade efter finans-/fastighets-/börs krisen 1929 hamnat i vanrykte och gavs delvis skulden för andra världskriget. Det var en vanlig uppfattning, även bland högern och konservativa att laissez-faire politik aldrig skulle komma tillbaka igen på grund av dess misslyckande på 1930-talet och det rådde en mycket stor enighet att något nytt var tvunget<sup>56</sup>.

Laissez-faire politikens tillbakagång yttrade sig i flertalet länder genom massiva statliga ingripanden för att stimulera ekonomin och bygga upp den industriella kapaciteten genom till exempel investeringar i infrastruktur, utbildning och sjukvård med mera.

Med massarbetslösheten under 1930-talet ännu färskt i minnet var det övergripande målet för den ekonomiska politiken under denna period att minska arbetslösheten och höja sysselsättningen, vägen dit gick via tillväxt.

Staternas expansiva finans- och penningpolitik skapade också en kraftigt växande efterfrågan på arbetskraft. Under 1950- och 60-talen kännetecknades arbetsmarknaderna i många länder, däribland Sverige, av arbetskraftsbrist.<sup>57</sup> I takt med att arbetslösheten sjönk steg dock inflationen, vilket stämde överrens med teorin om den så kallade *Phillipskurvan*. Enligt denna teori finns det ett negativt samband mellan just inflation och arbetslöshet vilket innebär att beslutsfattare i praktiken måste ”välja” mellan hög inflation eller hög arbetslöshet.<sup>58</sup> Under 1950- och 1960-talen prioriterades sysselsättningen, men ändå var inflationen förvånansvärt stabil jämfört med det som kom på 1970-talet.

---

<sup>56</sup> Dillard (1967)

<sup>57</sup> Magnusson (2000)

<sup>58</sup> Phillipskurvans fader, den Nya Zeeländska ekonomen Adam William Phillips, påvisade i en studie från 1958 ett negativt samband mellan löner och arbetslöshet. Den ursprungliga teorin vidareutvecklades dock under 1960-talet av Paul Samuelson och Robert Solow med flera till att omfatta inflation, det vill säga prisstegring i bred bemärkelse.

#### 4.1 1970-talet och den nya ekonomiska politiken

Rekordtillväxten under 1950- och 60-talen fick ett abrupt slut under 1970-talet då en lång rad faktorer bidrog till att dämpa den ekonomiska utvecklingen. Mellan 1960 och 1972 var den genomsnittliga årliga tillväxten i världen nästan 5 procent, en siffra som sjönk till 3,1 procent för perioden 1973–1979. OPEC:s oljeprischocker har ofta utpekats som den avgörande faktorn för detta dramatiska fall i tillväxttakten, men orsakerna var också av mer grundläggande karaktär.

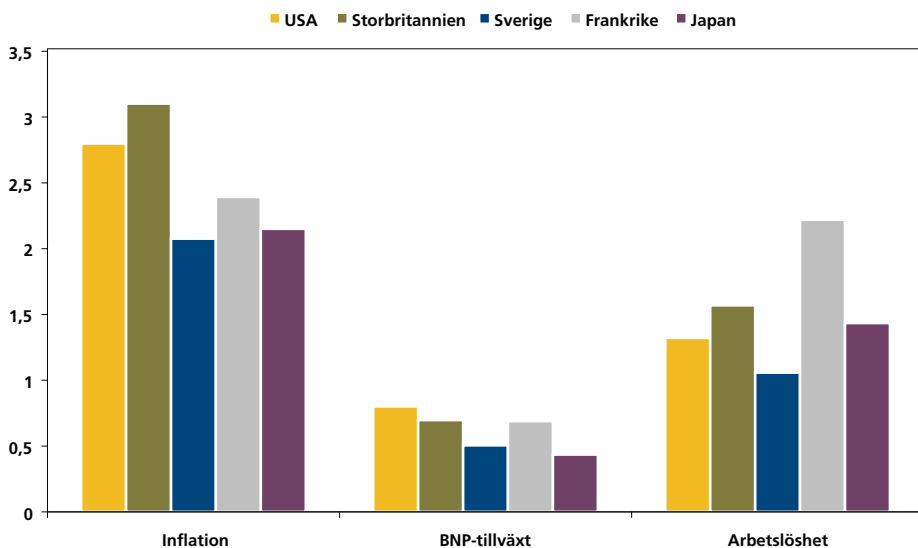
De massiva offentliga investeringarna avtog under slutet av 1960-talet, delvis på grund av att stora delar av den nödvändiga infrastrukturen var utbyggd och återställd efter krigets förstörelse.<sup>59</sup> Motorn i efterkrigstidens industriella tillväxt, den tunga industrin, drabbades hårt av minskad efterfråga på vissa produkter i spåren av den ökade konkurrensen från Japan och nyindustrialiserade länder som Taiwan, Sydkorea och Hong Kong. Priserna pressades på både konsumentprodukter som kläder och tung industri som skeppsbyggnad och fordon.

Samtidigt som industrins inkomster minskade på grund av den fallande efterfrågan inträffade de båda oljeprischockerna (1973 och 1979), vilket orsakade kraftiga kostnadsstegringar. Med stigande insatskostnader (olja), svagare produktivitet utveckling, ökad konkurrens och en konstant löneutvecklingstakt föll lönsamheten i såväl Europa som i USA och Japan. Fallande priser och stigande kostnader tvingade fram massiva nedskärningar inom industrin, både av investeringar och av personal, och arbetslösheten steg.

---

<sup>59</sup> Cameron och Neal (2003)

Figur 4-2 Utvecklingen av Inflation, BNP-tillväxt och arbetslöshet, 1973–1979 relativt 1961–1972



Källa: The Conference Board and Groningen Growth and Development Centre, *Total Economy Database*, January 2008

Samtidigt som BNP-tillväxten avtog och arbetslösheten steg fortsatte dock, tvärtemot vad Phillipssambandet gör gällande, inflationen att öka. Detta nya fenomen fick namnet *stagflation*.

Under 1950- och 60-talen hade inflationen drivits på av ökad efterfrågan (så kallad *demand-pull inflation*) vilken inte upplevdes som ett stort problem eftersom produktionen och inkomsterna också ökade hela tiden och inflationen ändå var relativt stabil. Inflationen under 1970-talet var av ett annat slag och drevs istället av stigande priser på insatsvaror (så kallad *cost-push inflation*) och fallande produktivitet. Kombinationen av ökade kostnader för insatsvaror och fallande produktivitet pressade företagens vinster och de reagerade genom att höja priserna.

Den löneökningstakt, som var kalibrerad från 1950- och 60-talets höga produktivitetsoökningar, skapade nu en högre och stigande inflation. Löntagarna, som såg sina reallöner urholkas, svarade med att ytterligare höja lönekraven för att kompensera sig för prisökningarna, vilket, skapade en pris- och lönespiral.

En bristande förståelse av som pågick, vilket var naturligt då ingen kunde gissa att produktivitetfallet inte bara var konjunktorellt, ledde till statliga insatser som inte gav önskat resultat.

Den expansiva penningpolitik som många centralbanker använde sig av för att motverka den stigande arbetslösheten ledde bara till ytterligare inflation, utan att det egentliga problemet åtgärdades.<sup>60</sup> Detta var också kärnan i problematiken med stagflationen, att den inte bara förenade de negativa sidorna från både låg- och högkonjunktur utan också var svår att åtgärda med traditionell Keynesiansk penning- och finanspolitik. På samma sätt som Laissez faire-politiken hamnat i vanrykte efter krisen 1929 hamnade nu Keynesianismen i vanrykte för att de föreskrivna medicinerna inte fungerade.

Arbetslösheten fortsatte således att stiga under 1970-talet (se figur 5-3b) vilket försatte många stater i allvarlig ekonomisk knipa. Statens roll hade ju som beskrivit ovan utvidgats under 1950- och 60-talen, och när den ekonomiska utvecklingen nu vände nedåt tog staten i många länder på sig ett stort finansiellt ansvar genom att subventionera krisdrabbade industrier och genom ett ökat tryck på de offentligfinansierade trygghetssystemen, de så kallade automatiska stabilisatorerna. För många länder, framförallt i Sydamerika men också i Nordamerika och Europa, ledde detta till en skuldcrisis som var början till en tydlig omläggning av den ekonomiska politiken.<sup>61</sup>

Skuldcrisisen, ökad arbetslöshet och fallande tillväxt underminerade staternas ställning och synen på det politiska systemet kapacitet. I förlängningen minskade det utrymmet för den nationella ekonomiska politiken till förmån för mer marknadsliberala principer.<sup>62</sup> Staters kraftiga ökade upplåningsbehov i takt med stigande budgetunderskott var också embryot till dagens globala finansmarknader. Det skapade också ett argument för avreglerade finans- och kapitalmarknader då konkurrensen skulle leda till att kostnaderna för statens upplåningsbehov skulle falla.

Denna omsvängning bort från den nära-konsensus Keynesianism som kännetecknade 1950- och 60-talen tog ytterligare fart under början av 1980-talet då Margaret Thatcher blev premiärminister i Storbritannien och Ronald Reagan president i USA. Thatcher och Reagan drev en gemensam politik baserad på tanken om den fria marknaden i syfte att öka produktionsfaktorernas rörlighet och flexibilitet. I mångt å mycket samma politik som fördes i slutet på 1800-

---

<sup>60</sup> Barsky och Kilian (2000)

<sup>61</sup> Lennart Schön i epilog till Cameron and Neal 2006.

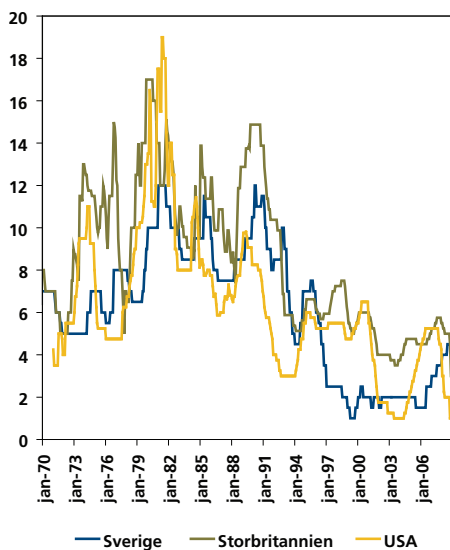
<sup>62</sup> Ibid.



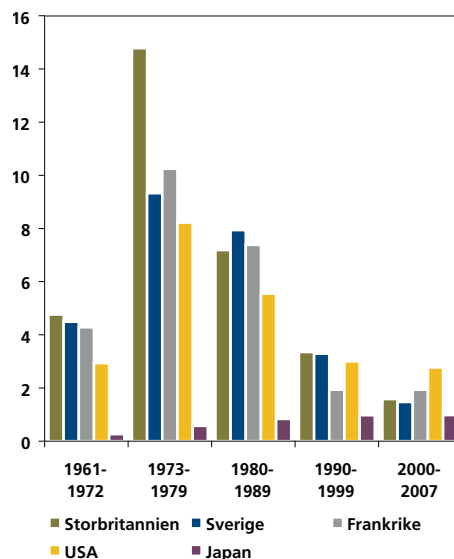
talet och i början av 1900-talet, det vill säga laissez faire-politiken<sup>63</sup>, även om utgångsläget i form av skattekvot, arbetsrättslagstiftning, konsumentskydd, och så vidare var ett helt annat. Bland annat ville man avlägsna regleringar och statliga monopol, minska fackförbundens stora inflytande, minska statens budget och inte minst bekämpa inflationen med hjälp av en restriktiv penningpolitik.

Figur 4-3 Styrräntor, inflation, arbetslöshet och tillväxt 1960–2007

a) Styrränta i Sverige, USA och Storbritannien

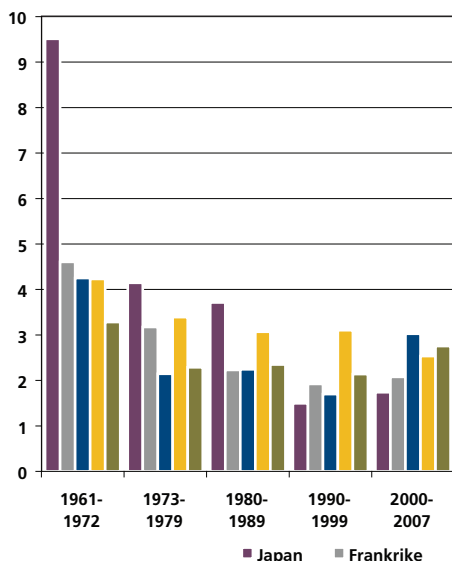


b) Konsumentprisindex, årlig procentuell förändring

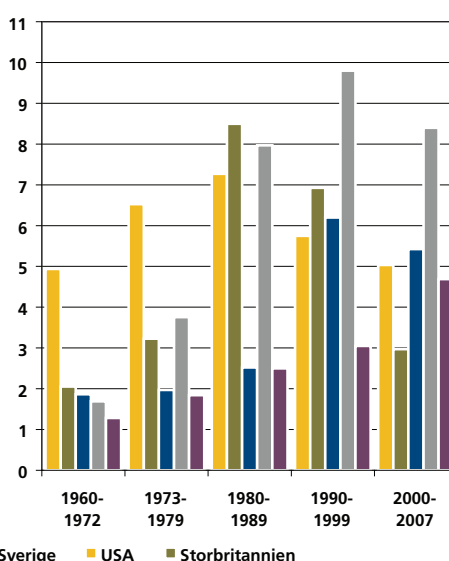


<sup>63</sup> En av de mer tongivande samhällsfilosoferna under perioden var exempelvis Robert Nozick (1974) som kraftfullt argumenterade för en relativt extrem Laissez-faire politik

c) BNP, årlig procentuell förändring



d) Arbetslöshet, procent av arbetskraften



Källa: EcoWin Pro

Denna politik fick stort internationellt genomslag, inte minst tack vare USA:s och Storbritanniens dominerande ställning både ekonomiskt och militärt. I EU kom de nya förutsättningarna för den ekonomiska politiken till uttryck i de strikta konvergenskriterierna<sup>64</sup> och under 1990-talet blev det marknadsliberala synsättet lika allmänt accepterat som Keynes tankar hade varit ett kvartssekel tidigare.

Omläggningen av den ekonomiska politiken ledde också till fallande inflation under 1980- och 1990-talen. Centralbankerna förde en mer åtstramande penningpolitik med kraftigt höjda styrräntor och skuldskrisen gjorde att även den tidigare expansiva finanspolitiken blev mer restriktiv i många länder.

Både dessa faktorer bidrog till att dämpa prisutvecklingen men samtidigt prioriterades arbetslöshetsbekämpningen ned och arbetslösheten ökade, i synnerhet i USA, Storbritannien och Frankrike (se figur 4-3d ovan). Som framgår av figuren 4-3 har det misslyckade 1970-talets höga arbetslöshet och relativt låga tillväxt bitit sig fast med viss förbättring under 2000-talet. En förbättring som inte

<sup>64</sup> För att få gå med i valutaunionen och införa euron som valuta måste ett land uppfylla vissa ekonomiska och legala krav. Kraven kallas konvergenskriterier och innebär i korthet: låg inflation, stabil växelkurs, sunda statsfinanser och låga räntor. Dessutom ska nationella lagar om den egna centralbanken uppfylla vissa krav

kommer att kvarstå efter den nuvarande finanskrisen och när hela årtiondet kan räknas in. Inflationen har dock inte tagit fart, vilket har flera förklaringar.

För det första ligger arbetslösheten kvar på mycket höga nivåer jämfört med 1950- och 60-talen, vilket bör verka lönedämpande.

För det andra har den ökade internationaliseringen under denna period skärpt konkurrensen från låglöneländer, vilket påtagligt dämpar prisutvecklingen på vissa produkter.<sup>65</sup> Ökad handel antas också leda till en högre grad av specialisering och till ett bättre utnyttjande av komparativa fördelar vilket driver produktionskostnader ytterligare.

Enligt beräkningar från IMF har dock fallande importpriser endast påverkat inflationen i industrialiserade länder i en mycket begränsad omfattning.<sup>66</sup> Detta resultat stöds också av andra studier. Till exempel har Kamin, Marazzi och Schindler (2004) visat att Kinas export till USA endast haft en marginell påverkan på import- och producentpriser i USA.<sup>67</sup> En viktig kommentar är att dessa resultat gäller hela ekonomin och att stora skillnader går att hitta mellan enskilda sektorer. Priserna på olika varor och tjänster påverkas i varierande grad av globaliseringen och relativtpriserna har som en följd av detta förändrats kraftigt under de senaste 15–20 åren. I de industrier där exponeringen för internationell konkurrens ökat mest har också relativpriserna fallit kraftigast. En anledning till att detta inte ger större utslag på prisnivån i hela ekonomin är att det extra konsumtionsutrymme som prisfallet på vissa produkter medför, leder till ökat efterfrågan och stigande priser på andra produkter så att summan förblir relativt konstant.<sup>68</sup>

För det tredje har en rad betydande tekniska språng ökat produktiviteten och minskat kostnaderna för i första hand handel och kommunikation.<sup>69</sup> En viktig komponent i detta var mikroelektroniken, som utvecklades under slutet av 1980-talet, och som bidrog till att sprida datorkraften i samhället<sup>70</sup>.

Mobiltelefonin var nästa steg och genom att integrera dator- och kommunikationsteknologin kunde en helt ny infrastruktur byggas upp som dramatiskt reducerade transaktionskostnaderna. Logistiksektorn genomgick också stora för-

---

<sup>65</sup> Se, bland andra, BIS (2005), Greenspan (2005) och Fisher (2006)

<sup>66</sup> IMF (2006)

<sup>67</sup> Se även till exempel Feyzioglu och Willard (2006)

<sup>68</sup> IMF (2006)

<sup>69</sup> Lennart Schön i epilog till Cameron and Neal 2006.

<sup>70</sup> Ibid.

ändringar som innebar att kostnaderna för transporter reducerades påtagligt under 1980- och 1990-talen.<sup>71</sup>

För det fjärde har en oproportionerligt stor del av inkomstökningen tillfallit de med högst inkomster och som har högre sparbenägenhet, vilket givet tillväxten har resulterat i en lägre efterfråga varor och tjänster än under 1950- och 60-talen. Läs mer om detta längre fram i rapporten.

Sammantaget innebar omläggningen av politiken på 1970-talet, från 1950- och 60-talens Keynesianism till en ny Laissez faire-period, att inflationen föll enligt ritningarna. När inflationen stabiliserats i mitten av 1990-talet föll också realräntan. Arbetslöshet, sysselsättning och tillväxt återhämtade sig dock aldrig till de nivåer som rådde på 1950- och 60-talet, vilket var de ursprungliga ambitionerna.

#### 4.1.1 Fallet Sverige

Från november 1949 och fram till Bretton Woods-systemets upplösning i början av 1970-talet var den svenska växelkursen relativt stabil. Efter 1973 följde två decennier då kronan sjönk i värde. Även om Sverige blev medlem i Europeiska unionen först 1995 har landet även dessförinnan strävat efter att knyta kronan till valutorna i det västeuropeiska systemet med fasta, men justerbara växelkurser.

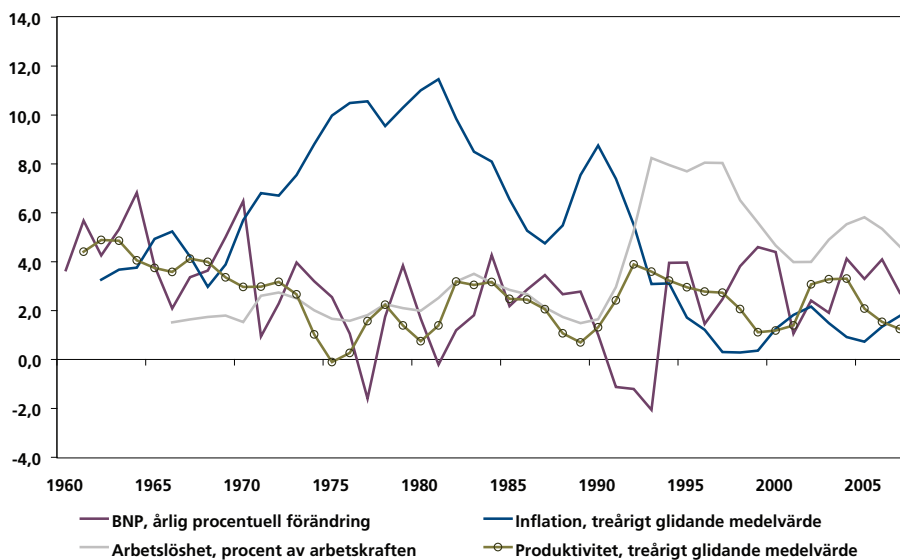
På grund av att de svenska enhetsarbetskostnaderna på 1970-talet och början av 1980-talet steg i snabbare takt än i andra västeuropeiska länder visade sig dock växelkursstabiliteten vara mycket svårt att upprätthålla. För att säkra den svenska industrins konkurrenskraft devalverades kronan vid tre tillfällen: hösten 1977, hösten 1981 och återigen hösten 1982. Devalveringspolitiken belönade den svenska exportindustrin som gynnades på världsmarknaden av den svaga kronan och kunde därmed göra stora vinster utan att det grundade sig på ökad produktivitet<sup>72</sup>. Parallellt med detta skapades bland annat generösa avdragsregler och avregleringen av finansmarknaderna en kraftig expansion av den lånefinansierade konsumtionen, i synnerhet till fastighetsköp. Den ökade efterfrågan gjorde att priserna på såväl konsumentvaror som fastigheter steg. Eftersom kronkursen var fast mot den europeiska valutakorgen var det enda sättet att dämpa inflationen att strama åt finanspolitiken, vilket man också gjorde. Inflationen föll, men på grund av trögheten i det finansiella systemet anpassade sig inte de nominella räntorna till den nya inflationsnivån vilket gjorde att de reala räntorna för en tid steg kraftigt i början av 1990-talet.

---

<sup>71</sup> Cameron och Neal (2003)

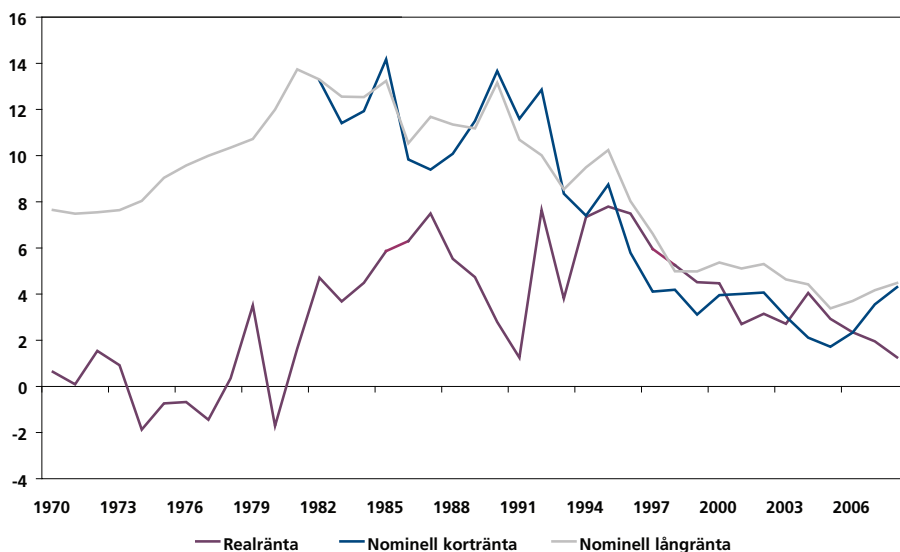
<sup>72</sup> Scocco (2007)

Figur 4-4 BNP, arbetslöshet, inflation och produktivitet i Sverige 1960–2008



Källa: EcoWin Pro och Konjunkturinstitutet

Figur 4-5 Räntor i Sverige, 1970–2008



Anm: Realräntan har beräknats genom att subtrahera den faktiska inflationen från den nominella långräntan.

Källa: EcoWin Pro

De kraftigt höjda reala räntorna fick till följd att hushållen ökade sitt sparande i form av amorteringar på bolånen, och minskade konsumtionen vilket gjorde att efterfrågan minskade och tillväxten bromsade in. Under tre år, 1991–1993, var tillväxten till och med negativ. Hårdast drabbades fastighets- och byggsektorerna samt banksektorn, den senare på grund av omfattande kreditförluster. Den tidigare så låga arbetslösheten steg också snabbt i takt med att företag drog ner eller avbröt produktionen på bred front, och fortsatte att stiga till slutet på 1990-talet.

På grund av den tidigare förda politiken med upprepade devalveringar för att stimulera sysselsättningen ökade under 1992 förväntningarna att så skulle ske även denna gång. Allt fler placerare övergav den svenska kronan och Riksbanken tvingades vid upprepade tillfällen att höja räntan för att försvara valutans värde. Räntan var ett tag uppe i 500 procent, men detta hjälpte inte och i november 1992 visade det sig till slut vara omöjligt att försvara kronan mot spekulationer på den internationella valutamarknaden och växelkursen släpptes fri. Kronan sjönk kraftigt i värde från november 1992 och fram till slutet av 1993. Samtidigt gjordes Riksbanken självständig och gavs ansvar att säkerställa prisstabilitet. Inflationsmålet sattes till två procent med en marginal på +/- en procentenhet.

Liksom många andra länder drabbades Sverige av kraftiga budgetunderskott och en snabbt växande utlandsskuld när de automatiska stabilisatorerna löste ut i en ekonomi i fritt fall. Regeringen genomförde därför under mitten av 1990-talet både skattehöjningar och utgiftsminskningar för att åter bringa de offentliga finanserna i balans. Ett överskottsmål för den offentliga budgeten på två procent av BNP infördes också liksom en lång rad andra reformer som sammantaget utgjorde en tydlig omläggning av den ekonomiska politiken. I och med Sveriges inträde i EU den första januari 1995 undertecknade Sverige också ett avtal att följa de så kallade konvergenskriterierna, vilket befäste omläggningen mot en ekonomisk politik karakteriserad av inflations- och budgetmål.

Efter detta återställdes gradvis förtroendet för Sverige hos utländska investerare vilket gjorde att räntorna började falla (se figur 5-5 ovan). Även arbetslösheten minskade, om än till nivåer långt över genomsnittet för perioden 1960–1990. Sverige, i likhet med de flesta andra länder som lagt om politiken, har inte klarat av att återkomma till den arbetslöshet som rådde före 1970-talskrisen och stagflationsperioden.

Samtidigt har den globala tillväxten varit historiskt hög, vilket drivit upp priserna på energi, råvaror och spannmål. Trots det, och trots det stigande resursutnyttjandet i den svenska ekonomin samt de fortsatt låga räntorna har inflatio-

nen fortsatt ligga något under Riksbankens mål på två procent under större delen av 2000-talet. Endast året innan finanskrisen utlöste steg priserna, främst beroende på energi, råvaror och spannmål.

En huvudförklaring till den låga inflationen i Sverige är att produktiviteten varit oväntat hög under de gångna åren, framförallt fram till 2005<sup>73</sup>, av skäl som det inte ryms i denna publikation att utreda. Sannolikt spelade faktorer som den ökade internationaliseringen (se ovan), ökad användning av IT och andra innovationer (se ovan) samt det ökade utländska ägandet i det svenska näringslivet<sup>74</sup>.

Så länge det ekonomisk-politiska systemet fokuserar på inflationsbekämpning finns det inget som tyder på att risken för inflationschocker kan anses särskild betydande. Det innebär att den normalisering av realräntan som skedde under perioden 1995–2000 är bestående på längre sikt och därmed är också en del av den anpassning som skett mot högre relativpriser på tillgångar troligtvis bestående.

Däremot kan den historiskt låga realränta som karakteriserade perioden efter år 2000 och som var ett resultat av kraftiga sparande överskott i utvecklingsländer inte ses som bestående. Det innebär att en normalisering av realräntan kan förväntas efter krisen som innebär en högre realränta än de senaste fem åren. Allt annat lika kommer det att ha en återhållsam effekt på tillgångsprisernas utveckling.

Den ökning av relativpriset på tillgångar som berott på den kraftiga kreditexpansionen är inte heller bestående på längre sikt, utan även här kan man förvänta sig att kreditvolymens utveckling snarare också har en återhållande effekt även på längre sikt.

Sammantaget ger det bilden att en viss relativpris justering på tillgångar (tillgångsinflation) var motiverad, med tanke på förändrade omvärldsförutsättningar, men att dessa kraftigt skjutit över målet.

---

<sup>73</sup> Anförande av vice riksbankschef Svante Öberg den 29 januari 2008.

<sup>74</sup> Criscuolo (2005)





## 5 Tillgångspriserna på aktier och bostäder skjuter över målet

Det går att argumentera för att fallande räntor, vars främsta förklaring kan sökas i en global politikomläggning som påbörjades på 1970-talet, till viss del kan förklara de snabbt stigande tillgångspriserna. Den hårda kärnan i 2008 års finanskris är dock inte att tillgångar stigit, utan att det under många år hade byggts en bred stock av felaktigt värderade tillgångar. Poängen är sålunda inte ett högt pris, utan fel pris.

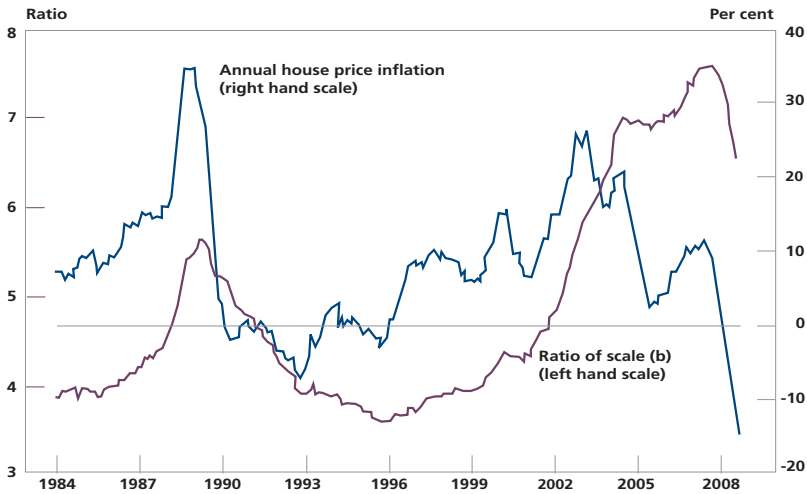
Risker har uppenbarligen undervärderats inom fastighetssektorn, men även inom konsument- och företagskrediter. När dessa tillgångar omvärderades till mer rimliga värden utlöste det en kris i bankers och finansinstituts balansräkningar. Plötsligt blev förhållandet mellan skulder och tillgångar ohållbart och framtvingade försäljningar för att korrigera balansräkningarna. När detta drabbar alla på ungefär samma sätt leder dock utförsäljningen av tillgångar till att tillgångspriserna faller ännu mer och en negativ spiral tar fart.

I Sverige visar mäklarstatistik på prisfall på både villor och bostadsrätter i hela landet. Än så länge (januari 2009) är de relativt blygsamma på cirka 15 procent.<sup>75</sup> Med tanke på att effekterna på tillväxt och arbetslöshet ännu inte slagit igenom i ekonomin fullt ut är det rimligt att anta att de kommer att fortsätta falla ytterligare innan botten är nådd. Andra länder som drabbats hårdare är prisfallet redan större såsom i USA och England. I England faller nu exempelvis priserna på bostäder kraftigt efter tio år av årliga ökningstakter på 10–30 procent. Som tidigare konstaterats är England, som nu också har mycket stora bankproblem, det land där fastighetspriserna stigit snabbast i förhållande till inkomstökningen, det vill säga att tillgångsinflationen på fastigheter har varit mycket hög.

---

<sup>75</sup> <http://www.maklarstatistik.se>

Figur 5-1 Husprisinflation i England och i förhållande till inkomstutvecklingen



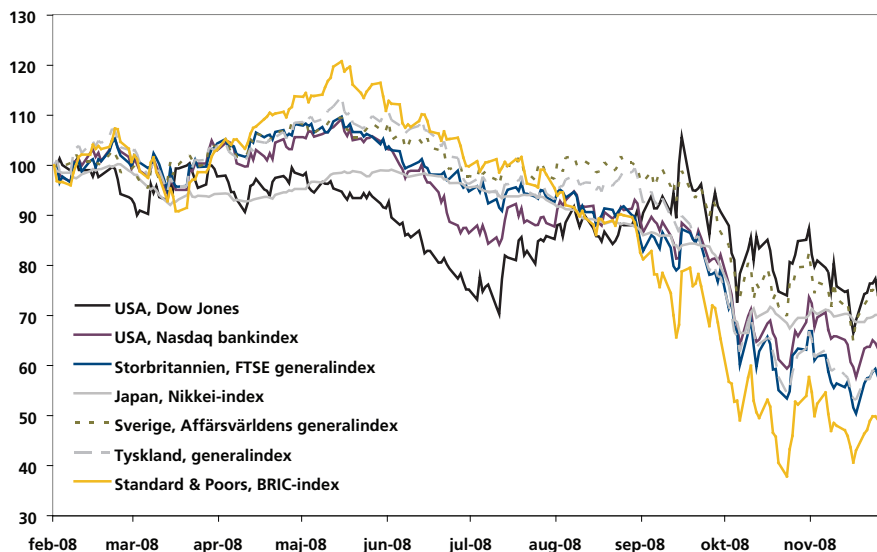
(a) House prices are based on the average of the Halifax and Nationwide measures from 1991 onwards. Prior to that, the Halifax measure is used as the Nationwide measure is not available at a monthly frequency. The published Halifax index has been adjusted in 2002 by the Bank of England to account for a change in the method of calculation.

(b) Average House price divided by average annual earnings. Average annual earnings based on the 2007 annual survey of hours and earnings (ASHE) and the average earnings index (AEI).

Källa: Bank of England

Prisfallen, eller tillgångsdeflationen, har dock långt ifrån bara gällt fastigheter. Aktier har också rasat kraftigt och rasen är de facto betydligt större på aktiemarknaden än på bostadsmarknaden. Ett flertal stora börser hade redan i november 2008 halverats i värde i förhållande till maj samma år.

Figur 5-2 Förändringar i aktievärden under 2008, index februari 2008=100



Källa: Reuters EcoWin Pro

Enligt beräkningar från IMF rör sig de totala kreditförlusterna och nedskrivningarna av tillgångar fram till oktober 2008 om 1 400 miljarder dollar. Värt att notera igen är att även om finanskrisen utlöstes i den så kallade subprimemarknaden för bostadslån utgör dessa endast en begränsad del av de totala förlusterna enligt IMF (se tabellen nedan).

Kraften i tillgångsdeflationen och svårigheten att bedöma hur situationen ens ser ut just nu, innebär naturligtvis fortsatt stor osäkerhet. Problemet är också att alla beräkningar med nödvändighet måste utgå ifrån vissa premisser och att dessa kan vara olika utan att själva beräkningen för den skull är fel.

Detta kan illustreras med att IMF fick mycket uppmärksamhet när de bedömde värdet av de totala förlusterna till 1 400 miljarder USD. Bank of England bedömde dock kort senare kreditförlusterna till dubbelt så mycket, det vill säga 2 800 miljarder USD.

Tabell 5-1 Uppskattningar av potentiella nedskrivningar i den finansiella sektorn

	Base Case Estimates of Writedowns on U.S. Loans			Writedowns on U.S. Loans				
	Outstandings	April estimated losses	October estimated losses	Banks	Insurance	Pensions/ Savings	GSEs and government	Other (hedge funds, etc.)
Subprime	300	45	50	35-40	0-5	0-5	—	10-15
Alt-A	600	30	35	20-25	0-5	0-5	—	5-10
Prime	3,800	40	85	25-30	0-5	0-5	45-55	0-5
Commercial real estate	2,400	30	90	60-65	5-10	0-5	—	10-20
Consumer loans	1,400	20	45	30-35	0-5	0-5	—	10-15
Corporate loans	3,700	50	110	80-85	0-5	0-5	—	25-30
Leveraged loans	170	10	10	5-10	0-5	0-5	—	0-5
Total for loans	12,370	225	425	255-290	5-40	0-35	45-55	60-100
	Base Case Estimates of Mark-to-Market Losses on Related Securities			Losses on Securities				
	Outstandings	April estimated mark-to-market losses	October estimated mark-to-market losses	Banks	Insurance	Pensions/ Savings	GSEs and government	Other (hedge funds, etc.)
ABS	1,100	210	210	100-110	40-45	35-55	10-15	10-25
ABS CDOs	400	240	290	145-160	55-75	30-45	15-20	15-30
Prime MBS	3,800	0	80	20-25	10-15	10-20	20-25	0-5
CMBS	940	210	160	80-90	20-25	15-35	10-20	15-20
Consumer ABS	650	0	0	—	—	—	—	—
High-grade corporate debt	3,000	0	130	65-75	20-30	20-35	—	5-20
High-yield corporate debt	600	30	80	45-50	10-15	15-20	—	5-15
CLOs	350	30	30	15-20	0-5	0-5	—	5-10
Total for securities	10,840	720	980	470-530	155-210	125-215	55-80	55-125
Total for loans and securities	23,210	945	1,405	725-820	160-250	125-250	100-135	115-225

Källa: IMF (2008)

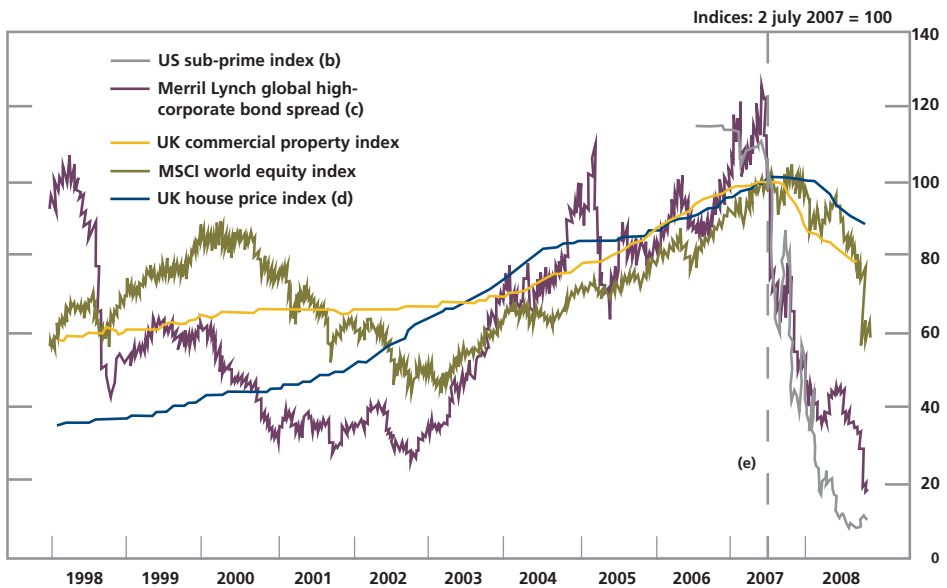
Huvudförklaringen är att IMF främst koncentrerat sig på de förluster som emanerar från USA, men Bank of England har ett bredare perspektiv där också förluster i England och Euroområdet tas med.

Det innebär att Asien, Latinamerika och Afrika med flera fortfarande inte ingår i dessa beräkningar och att de totala globala förlusterna skulle uppgå till betydligt större belopp i en global beräkning, utförd på samma sätt som Bank of Englands. En mycket grov beräkning som bygger på kreditförluster som andel av BNP visar att förlusterna åtminstone skulle behöva fördubblas ytterligare en gång till över 5 000 miljarder USD.

Å andra sidan ska också det påpekas att dessa beräkningar är gjorda med en så kallad *mark-to-market*-prissättning, det vill säga tillgångarna värderas till aktuellt marknadspris i balansräkningen, vilket innebär att alla dessa förluster inte med nödvändighet är realiserade. Skulle utvecklingen överraska positivt kan det i efterhand visa sig att de faktiska förlusterna blev betydligt lägre.

Det är också rimligt att anta att med dagens stora turbulens, kreditåtstramning och osäkerhet på den framtida utvecklingen finns det också tillgångar som är lågt värderade. När det gäller exempelvis så kallade ABS (*asset backed securities*) vars avkastning är beroende av att låntagare av subprimelån ska betala månatliga räntor och värdet av den underliggande säkerheten, förlorar de naturligtvis snabbt i värde om räntebetalningar uteblir och om dessutom den underliggande säkerheten fallit kraftigt i värde. Det förklarar att subprime-index nästan fallit till noll.

Figur 5-3 Ett urval av tillgångspriser



- (a) Data to close of business on 20 October 2008
- (b) Sub-prime series is the A-rated 2006, H2 vintage ABX.HE index.
- (c) Series inverted.
- (d) Average of Halifax and Nationwide house price indices.
- (e) Dashed line shows start of July 2007.

Sources: Halifax, IPD, JP Morgan Chase & Co., Merrill Lynch, Nationwide, Thomson Datastream and Bank calculations.

Andra tillgångar kan snarast ha drabbats av faktorer som inte egentligen direkt relaterar till tillgångens långsiktiga värde, såsom tvångsförsäljning, brist på likviditet, brist på krediter och kortsiktig brist på efterfrågan.

Samtidigt går det att konstatera att sedan dessa relativt färska beräkningar gjorts har tillgångspriserna fortsatt att falla, vilket innebär att om beräkningarna bara skulle göras om en månad senare skulle förlusterna överstiga både IMF:s och Bank of Englands tidigare resultat.

Bank of Englands beräkning gör det dock ännu tydligare att dagens finanskris i första inte handlar hand om den amerikanska subprimemarknaden, vars totala utlåning uppgår till 300 miljarder och beräknade förluster till 50 miljarder.

## 5.1 Fastigheter

Att diskussionen kring finanskrisen kommit att domineras av de amerikanska subprimelånen kan inte förklaras av deras tyngd i vare sig förlust- eller låneportföljen. Förklaringen finns snarare i att dessa tillgångar även i normalfallet och med en väl fungerande marknad har och hade störst riskutsättning för en avmattning av priserna på bostadsmarknaden.

Själva tanken med subprimelånen är just att låna ut pengar till grupper som har större risk och därmed också kommer att tvingas betala högre ränta. I ett läge med låga räntor på riskfria ränteplaceringar är utlåning till grupper med högre risk ett sätt att skapa större nominell avkastning på de produkter som finansiella sektorn oftast benämner som ”*fixed income*” produkter, det vill säga ger en fast avkastning (ränta) över tid på insatt kapital. Det är också dessa produkter som ökat explosionsartat på marknaden.

På en perfekt fungerande marknad skulle dock inte den reala avkastningen öka lika mycket som räntan, då de högre räntorna också skulle täcka de högre kreditförlusterna. Om risken hade bedömts korrekt skulle inte de ökande kreditförlusterna när marknaden vände utlöst krisen, då detta borde ha varit prissatt i räntan och reserver byggts upp för att täcka förlusterna.

I viss utsträckning gjordes detta, men i huvudsak genom att köpa andra finansiella instrument som försäkrade mot kreditförluster (*credit default swaps*) eller ha återköpsklausuler som innebar att säkerheten kunde återlämnas till den som ursprungligen ställt ut lånet.

En vanlig missuppfattning är att de amerikanska bolåneinstituten Fannie Mae och Freddie Mac lånar ut pengar direkt till kund, i likhet med exempelvis statliga SBAB i Sverige. Den amerikanska bolånemarknaden är dock organiserad så att Fannie Mae och Freddie Mac endast köper bolån i andra hand från andra aktörer, de som de facto lånar ut pengarna. Det sekundära ledet finansierar sina uppköp genom att ge ut en ABS (*asset backed security*) i form av MBS (*mortgage backed security*) som sedan andra finansiella aktörer, allt ifrån hedgefon-

der, banker samt försäkringsbolag, kan investera i. Denna process, när man tar en icke likvid resurs som ett hus och gör den likvid, kallas värdepapperisering.

Avkastningen på ”fixed income”-produkter som innehåller höga andelar subprimelån kommer också att vara betydligt högre än statsobligationsräntan. När räntan är låg, vilket den varit de senaste 5–10 åren, ökar attraktionskraften i denna typ av värdepapper.

Det innebär att det finns ett högt marknadsstryck på att ge ut subprimelån med hög ränta, då det finns en hög efterfrågan på värdepapper som ABS som är uppbackade av subprimelån. Mycket förenklat måste primärbankerna hitta låntagare som är villiga att betala hög ränta så att dessa lån kan omvandlas till värdepapper med hög avkastning som sedan kan säljas till investerare, som drivs av att risken förefaller liten, men med mycket högre ränta än statsobligationer.

Detta mycket starka inslag av värdepapperisering i flera led kan förklara tre avarter på just den amerikanska bolånemarknaden:

- 1 ”Predatory lending” där husägare luras att, genom bedrägligt förfarande, ta lån som är sämre än vad de borde erbjudas eller förstår omfattningen på. Det finns exempel på att bolånegivare utgett sig för att vara hantverkare som erbjuder finansiering av en husrenovering, för att senare i samband med finansiering av renovering lägga om alla bolån till en ny bank och med högre ränta.<sup>76</sup>
- 2 ”Ninja loans”, lån till personer som i huvudsak saknar inkomst. Ninja står för No Income, No Job, no Assets.<sup>77</sup>
- 3 ”Teaser rates”, vilket innebär att räntorna är mycket låga initialt för att sedan stiga kraftigt. Det leder till att låntagaren klarar av betalningarna i början, men inte när ”teaser” perioden är över och de orabatterade räntorna ska betalas.<sup>78</sup>

Incitamentsstrukturen för aktörerna på den amerikanska bolånemarknaden – och alla bolånemarknader som är uppbyggd på den typen av komplicerad värdepapperisering i flera led – är sådan att aktören som lånar ut snabbt säljer vidare lånet till sekundärmarknaden och vinsten bestäms av antalet lån (transaktioner) som kan ställas ut snarare än avvägning vinst och risk i utlåningen.

<sup>76</sup> Carr och Kolluri (2001)

<sup>77</sup> Uttrycket myntades av kreditföretaget HCL Finance som ett namn på en av deras produkter riktade mot just denna typ av låntagare.

<sup>78</sup> Carr och Kolluri (2001)

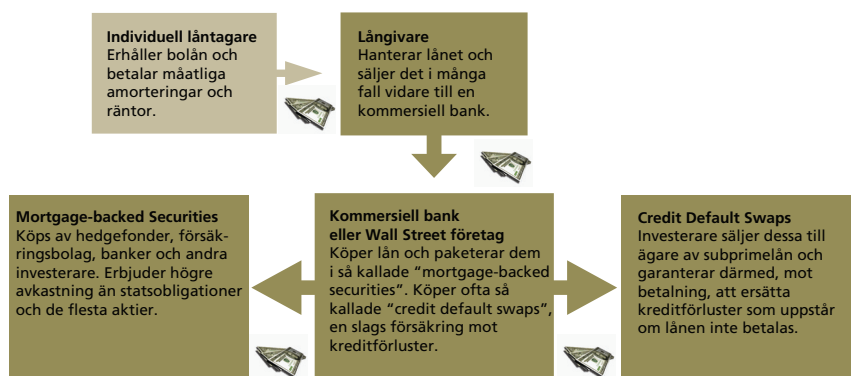
Aktörer längst ut i systemet har därmed starka incitament av att bortse från risk. Likaledes bestäms sekundärmarknadens vinst av antalet transaktioner såsom MBS med hög avkastning som kan säljas till investerare, vilket ytterligare leder till incitament att bortse ifrån risk.

De som ytterst borde bekymra sig om risken, investerarna, har ofta tryck på sig att maximera avkastningen på insatta medel per dag eller möjligtvis månad – inte minst om de är marknadsutsatta fonder – och saknar djupare kunskaper om värdepapprets underliggande risk. Dessa aktörer får förlita sig på marknadsvärdering och värderingsinstitut, som båda misslyckats att värdera den faktiska risken.

Denna värdering komplicerades ytterligare av en mycket avancerad paketering av olika värdepapper till nya produkter och i vissa fall värdepapperspaket som packades om i nya paket, och så vidare. Detta förfarande har efter krisen skapat en stor osäkerhet om hur tillgångar och risker ser i olika värdepappers produkter.

Systemet kan liknas vid ett kedjebrev, så länge alla betalar uppåt i kedjan fungerar det – det fungerar till och med när vissa slutar att betala, men säkerhetens (huset) värdestegring täcker förlusten – men när många slutar att betala och säkerheten faller i pris kraschar systemet samman.

Figur 5-4 Bolånemarknaden i USA





I USA visade det sig att flera av de banker/aktörer som stod i främsta ledet – och i vissa fall hade återköpskyldigheter mot sekundärmarknaden – gick i konkurs redan när subprimemarknaden började få problem<sup>79</sup>.

Dessa bolag var mycket känsliga för en fallande marknad då de inte finansierade sina egna lån med egen inlåning utan på penning- och kreditmarknaden och när marknaden väl gav efter kunde de inte vare sig ge ut nya lån eller finansiera befintlig verksamhet och saknade eget kapital eller inlåning som kunde ersätta den externa finansieringen

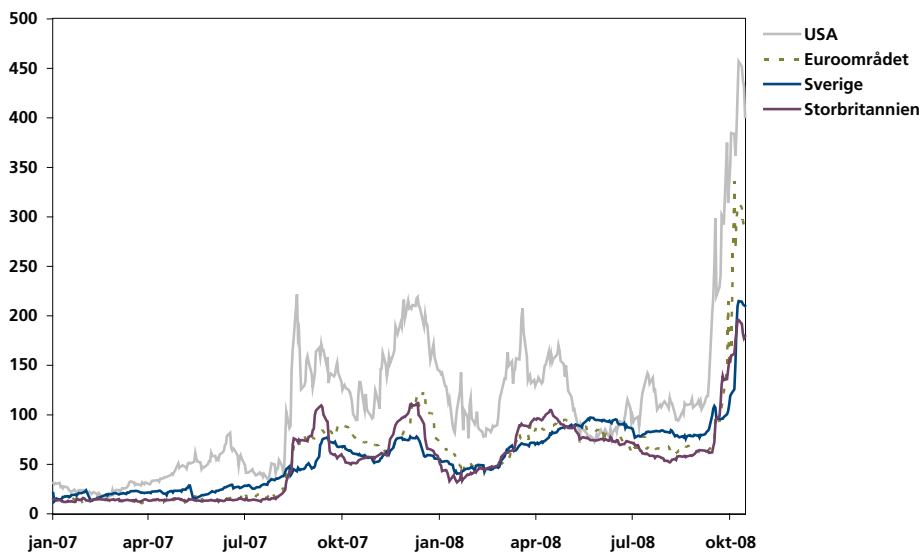
Det gav starka spridningseffekter i det finansiella systemet då de stora Wall Street-bankerna nu blev sittande med dåliga tillgångar som de inte längre kunde lämna tillbaka. Turbulensen och osäkerheten kring hur bankernas balansräkningar i form av skulder och tillgångar egentligen såg ut fick interbankräntan att stiga, först långsamt och sedan kraftfullt, i USA.

Bankerna litade helt enkelt inte på varandra och krävde mer betalt för att ta risken att låna ut till en annan bank. På det sättet kan interbankräntan läsas av som hur illa ställt bankerna själva anser att det är. Redan på våren 2007 börjar interbank räntan att stiga i förhållande till statspappersräntan, den så kallade TED-spreaden, som ett resultat av krisen i subprimemarknaden.

---

<sup>79</sup> Se kapitel två.

Figur 5-5 Skillnad mellan interbankräntor och statspappersräntor (TED-spread)



Källa: Reuters EcoWin Pro

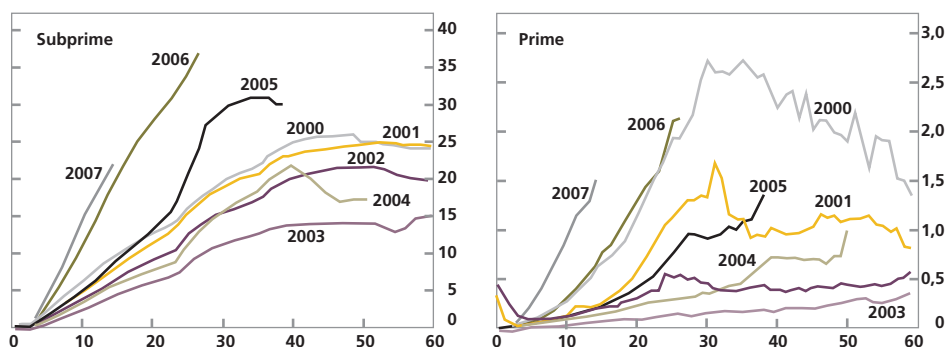
Problemen på subprimemarknaden började inte under 2008 när den mediala debatten nådde Sverige och inte heller 2007 när interbankräntan började stiga, utan var välkända redan 2005<sup>80</sup>.

Exempelvis ökade andel lån som förföll till betalning, men där låntagaren inte betalade kraftigt redan 2005 för att fortsätta öka under 2006 och 2007. År 2005 var dock marknaden på bostäder fortfarande så god att den ökning av lånen som förföll utan betalning inte utgjorde samma problem som när marknaden började vända ned, det vill säga när lånen som förföll utan betalning inte längre kunde återhämtas i panterna (huset). Även så kallade Alt-A lån, som ska ha mindre risk än subprime, ökade också kraftigt redan från 2005<sup>81</sup>.

<sup>80</sup> Se exempelvis diskussionerna på som fördes redan 2005 på hemsidorna RGE Minotor (<http://www.rgemonitor.com/>) och The Big Picture (<http://www.ritholtz.com/blog/>)

<sup>81</sup> IMF (2008)

Figur 5-6 Förfallna lån per utgivningsår, andel av den totala lånevolymen



Källa: IMF (2008)

Majoriteten av bostadslån på den amerikanska marknaden är dock inte subprimelån utan prime, det vill säga fullgoda lån avseende amerikansk bostadslåns standard, vilket innebär 20 procent insatt kapital, godkänd kredithistorik och tillräckliga inkomster.

De finns de som framhållit att det faktum att enbart panten (huset) står för säkerheten för ett bostadslån i USA kan ha drivit på utvecklingen, då låntagaren helt enkelt kan lämna sina hem när skulderna överstiger värdet på huset och lämna bankerna med kreditförlusten. Rent tekniskt skulle alla ägare vars bostadsskulder som översteg återförskaffningsvärdet av jämförbar bostad lämna den befintliga bostaden tillbaka till banken. Det är alltså utifrån detta rimligt att förvänta sig en massiv kostnadsövertvåring av förlusterna från hushållen till bankerna, som blir de som sitter med de övervärderade fastigheterna i sina balansräkningar. Men även om inte husägaren är personligen ansvarig för skulderna har det amerikanska systemet ändå starka incitament för låntagarna att inte lämna sina skulder. Genom ett system av kreditbedömning kommer en person som övergett ett hus få det mycket svårt att komma tillbaka till bolåne marknaden. Systemet fungerar snarare så att det utestänger från nya lån än jagar gamla skulder.

Det bör också noteras att bortsett ifrån att subprimemarknaden i sin helhet är relativt begränsad bedöms också 30 procent vara primekunder som bara betalar för hög ränta. Samtliga utestående subprimelån summerar till cirka 300 miljarder USD, medan Alt-A (600) och Prime (3800) summerar till över 4 400 miljarder USD. Mindre än 7 procent av de utestående bostadslånen var subprime. Sett till den totala låne marknaden utgjorde de mindre än cirka 2,5 procent.

Enligt den största finansiären av bostadslån, Fannie Mae, så var också huvudorsaken till krisen att primelånen inte återbetalades i tillräcklig omfattning.

Primelånen står också för en betydligt större andel av förlusterna och nedskrivningarna i IMF:s beräkningar än subprime. I IMF:s förlustportfölj finns också stora förluster kopplade till hushålls- och företagskrediter.

Det förefaller därmed som subprimemarknaden må ha varit den typ av lån/säkerheter som först hamnade i bekymmer, men det är också klart att om problemet endast begränsat sig till detta hade krisen aldrig fått den omfattning den fått.

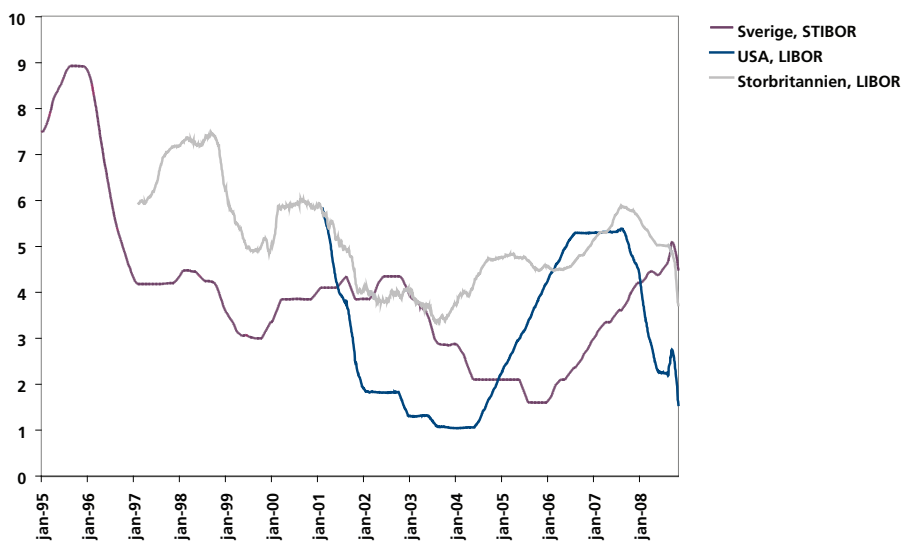
Finanskrisen i USA grundar sig tydligt på snabb tillgångsinflation, som nu övergått i tillgångsdeflation, som understöddes av en generellt allt för expansiv – och allt för riskbenägen – utlåning i samtliga sektorer.

Det är också uppenbart att det knappast rör sig om ett uteslutande amerikanskt problem, utan tillgångsinflationen har varit lika stark i flera andra länder, vilket förklarar att också tillgångsdeflationen drabbar alla och inte bara USA.

De aktörer som varit djupt iblandade i finansieringen av fastighetssektorn, bland annat banker, har straffats hårt av marknaden och har antingen gått i konkurs eller sett kraftigt fallande priser på sina aktier.

Den akuta krisen för banksektorn ser i praktiken ut att vara avvärd efter att respektive länders regeringar i praktiken garanterat att man inte kommer att låta några finansinstitutet att gå i konkurs. Det har också lett till att interbankkräntorna börjat falla tillbaka till mer normala nivåer.

Figur 5-7 Interbankräntor 1995–2008, procent



Källa: Reuters EcoWin Pro

När finansinstituten drabbas av kraftigt fallande tillgångspriser blir eget kapital i förhållande till utlånat kapital i obalans vilket leder till ett behov av att korrigera sina balansräkningar genom att snabbt sälja ut olika tillgångar eller få hem krediter (som kan tvinga andra att sälja tillgångar), vilket ytterligare driver på krisförloppet. Denna prispressande mekanism är troligtvis fortfarande inte uttömd (januari 2009).

Wall Street-bankerna har i hög grad förvärrat situationen genom att elda på tillgångsinflationen med en kraftig kreditexpansion. Goldman Sachs förre VD Henry Paulsson och sedermera finansminister argumenterade förespråkade starkt att kapitaltäckningskraven för investmentbankerna skulle sänkas och att självreglering från branschens sida skulle leda till mer effektiv kapitalförvaltning. Paulsson fick också igenom en sänkning av kapitaltäckningskraven så att investeringsbankerna nu kunde låna ut 42 gånger eget kapital istället för tolv gånger eget kapital. Harvard professorn Kenneth Rogoff pekar ut denna avreglering som en av de största ”dumheterna” och starkt bidragande till den globala finanskrisen.<sup>82</sup>

<sup>82</sup> Dagens Nyheter 040209.

Det finns i dagens situation mycket som påminner om den svenska 1990-talskrisen. En avreglering leder till att en relativt stark konjunkturutveckling eldas på av avregleringar på finansmarknaden. Subprimelånen kan i detta sammanhang liknas vid fastighetsbolagens, särskilt då fastighetsbolaget Nyckelns, roll under den svenska finans-, bank- och fastighetskrisen. Det grundläggande problemet kan i all enkelhet beskrivas som att en snabb tillgångsinflation som stimulerat till hög belåning som möjliggjorts genom avregleringar på finansmarknaden.

Fastighetsbolagen var de som tagit de största riskerna och hade störst belåning i förhållande till egna tillgångar och därmed även föll först när tillgångspriserna mattades av och vände ned.

Men det är orimligt att tillskriva 1980-talets fastighetsbolag eller 2000-talet investeringsbanker huvudansvaret för krisen. När det gäller den svenska krisen är det få, om någon, som skulle göra det idag. Istället betonas strukturella förhållanden, men även om den svenska debatten under krisen var starkt fokuserad på fastighetsmarknaden och dess koppling till finansinstitut och banker.<sup>83</sup>

Dessa faktorer/aktörer kan snarare ses som uttryck för finanskrisen och som agerat enligt de incitament marknaden erbjudit. Orsaken till krisen är på en gång både mer komplex och enkel – det vill säga en allt för snabb tillgångsinflation. Den mer komplexa frågan är vad som orsakat den höga tillgångsinflationen. För även om USA:s problem delvis kan förklaras av strukturella och konjunkturrella misstag, som sänkningen av kapitaltäckningskraven och en allt för stark vilja att upprätthålla tillgångspriserna med penningpolitik, kan det inte förklara resten av världens kraftiga tillgångsinflation. Lika lite kan den svenska situationen enbart förklaras av sänkt fastighetsskatt och minskad andel eget kapital i bolånen. Den globala tillgångsinflationen kan inte förklaras av det partikulära, utan måste förklaras av det gemensamma.

Sammanfattningsvis går det att konstatera att grundproblemet på fastighetsmarknaden inte är att priserna stigit, utan att de stigit mer än vad som motiverats av underliggande förändringar i den reala ekonomin och därmed hamnat i obalans.

Finansinstitut och banker spelade både under den svenska krisen på 1990-talet och i dagens globala finanskris en betydande roll för att elda på tillgångspriserna, men det går inte att komma ifrån att krisens hårda kärna är en långvarig tillgångsinflation och att denna går bortom de senaste årens utveckling och definitivt bortom USA och enskilda länders ekonomisk-politiska misstag.

---

<sup>83</sup> Se exempelvis Bäckström (1998)

Utvecklingen kan därmed inte enbart förklaras av den finansiella sektorns utveckling i USA – även om den i högsta grad bidragit till problemen – och särskilt inte av specifika fenomen som subprimelån. Det är också uppenbart att den snabba tillgångsinflationen – och tillgångsdeflationen – inte bara gällt fastigheter.

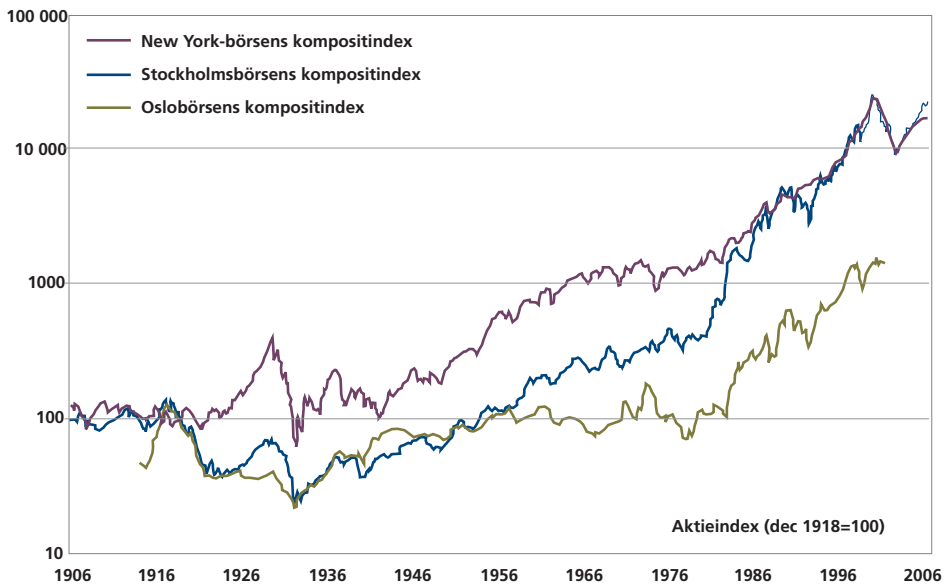
## **5.2 Aktier**

Att fastigheter har en värdeökning över tid är naturligt och som visats tidigare har också en viss relativprisförändring till förmån för fastigheter varit motive-rad sedan början av 1980-talet, främst beroende på fallande realränta i spåren av en politikomläggning. Även aktier, i likhet med fastigheter, kan förväntas stiga i pris över tid – både reallt och nominellt – vilket innebär att ökningen måste relateras till något meningsfullt relativvärde. Det är rimligt att anta att den långsiktiga avkastningen, räntan, på världens alla tillgångar i en avreglerad värld som dagens summerar till den långsiktiga tillväxten och låt oss anta att denna är reallt 4 procent per år.

Avkastningen på enskilda tillgångar som fastigheter och aktier eller finansiella derivat kan variera från noll till i praktiken det oändliga, men det innebär bara när ekonomin är balans en omfördelning, ett nollsummespel i avkastning mellan olika tillgångar inom ramen för de realla 4 procentens värdeökning, det vill säga med inklusive inflationen en värdeökning på cirka 6–7 procent.

Vissa kan sålunda få en avkastning på sin investering med flera hundra procent, men alla kan inte få det. Precis som med andra inkomster går det aldrig att höja den genomsnittliga avkastningen genom omfördelning.

Figur 5-8 Aktiekurser i Stockholm, Oslo och New York 1906–2006 (1918:12)



Källa: Waldenström (2007)

Efter 1980-talet har både Stockholmsbörsen och New York-börsen (m.fl.) utvecklats likartat och mycket starkt. Prisökningen har vida överstigit den reala tillväxten. Skillnaden är egentligen det gap som öppnades i kursutvecklingen mellan New York och Stockholm i spåren efter den svenska så kallade industrikrisen i början av 1920-talet som innebar kraftigt fallande aktiekurser. Det slöts dock 60 år senare med mycket stora prisökningar i början av 1980-talet.

Det som bör möjliggöra en avkastning på flera hundra procent är att risken som investeraren tar är mycket stor. För investeraren utdelning på sin högriskplacering kommer det också att innebära att många andra inte får någonting, chansen gick inte hem för övriga investerare. Det mest extrema fallet av detta kan anses vara att köpa lotter. Insatsen är mycket liten i förhållande till möjlig vinst, å andra sidan är chansen att vinna också mycket liten.

Aktier är riskkapital och har en högre risk än ränteplacering i statsobligationer. Avkastningen på aktier ska därmed också vara större än på statsobligationer. Det innebär i praktiken att statsobligationen kan sägas utgöra golvet för avkastningen och därmed definiera lägsta möjliga vinst i företagssektorn.



Ju högre realränta på statobligationen desto högre avkastnings/vinstkrav ställs på företagen. Allt annat lika innebär därmed en högre realränta att färre verksamheter är kommersiellt lönsamma. Perioder av hög realränta kan därmed förväntas leda till lägre sysselsättning och högre arbetslöshet.

Sambandet mellan realränta och arbetslöshet är dock inte mekaniskt. Om ekonomin hamnar i obalans såsom den gjorde på 1970-talet kan stigande arbetslöshet kombineras med fallande realränta. På grund av den snabbt stigande inflationen i början av 1970-talet och den låga nominella räntenivån hamnade realräntan också på historiskt låga nivåer.

Utvecklingen vände i mitten av 1970-talet och realräntan började stiga och var i början av 1980-talet tillbaka på mer normala nivåer i förhållande till 1950-60-talet. Realräntan fortsatte dock att stiga och låg 1980–1995 på cirka 4–6 procent, det vill säga betydligt högre än de 2–4 procent som gällde på 1950- och 60-talen.

Nu var dock resultatet det förväntade, det vill säga arbetslösheten låg också betydligt över den nivå som var gällande under 1950- och 60-talen. Efter 1995 har realräntorna fallit mot återigen historiskt låga nivåer och 2008 års svenska statobligationsränta på cirka 4 procent täcker knappt inflationen, det vill säga realräntan är noll. I spåren av krisen pågår två förlopp samtidigt som påverka realräntan, starkt fallande inflation och snabbt fallande nominella räntor.

En historiskt låg realränta innebär att det är billigt att låna och därmed ökar efterfrågan på produkter som oftast förutsätter lån, det vill säga exempelvis fastigheter men också andra investeringsvaror.

Det finns empiriskt forskning som pekar på att börserna under 1900-talet avkastat i genomsnitt cirka 7 procent per år reallt, det vill säga inflationen borträknad<sup>84</sup>. Det skulle innebära att skillnaden mellan avkastningen på obligationer och aktier varit avsevärd, vilket inte är förenligt med befintlig teori, enligt vilken skillnaden bör vara marginell på lång sikt.

Andra studier som också beaktat skatteeffekter, regleringskostnader med mera har också funnit att den långsiktiga avkastningen på aktier är 5 procent reallt och 4 procent på obligationer.<sup>85</sup> Det förefaller mer realistiskt än 7 procent, vilket skulle implicera en överraskande svag avkastning på obligationer, givet ramen som ges av den reala ekonomin.

---

<sup>84</sup> <http://www.riksbank.se/templates/speech.aspx?id=5909>

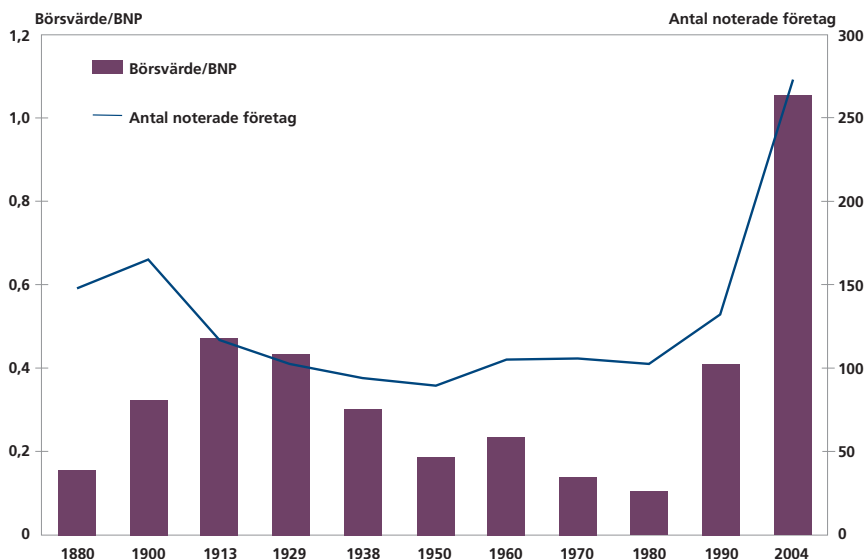
<sup>85</sup> McGratten och Prescott (2003)

Men låt oss anta en högre avkastning som referensvärde för en beräkning av en rimlig värdestegring på aktier för att inte riskera att underskatta värdestegringen.

Med dagens inflationsnorm bör avkastningen sålunda långsiktigt ligga på cirka 9 procent, vilket innebär att den, givet att den var på långsiktigt rimlig nivå 1996 – och att all avkastning tas ut i form av värdeökning – skulle stiga drygt 250 procent fram till 2007 och inte som faktiskt skett med över 300 procent.

Om all avkastning togs ut i värdeökning skulle, med samma antal aktier noterade, börsvärdet i förhållande till BNP stiga dramatiskt över tiden. På tio år skulle börsvärdet stiga med cirka 240 procent och BNP med cirka 35 procent. Med en sådan utveckling skulle börsvärdet relativt snabbt mångfalt överstiga BNP. Nu är det inte så, utan börsvärdet i förhållande till BNP har till och med fallit under större delen av 1900-talet – dock ej efter 1980 då det i stället skett en dramatisk ökning.

Figur 5-9 Börsvärde/BNP och antal noterade företag på Stockholmsbörsen 1880–2004

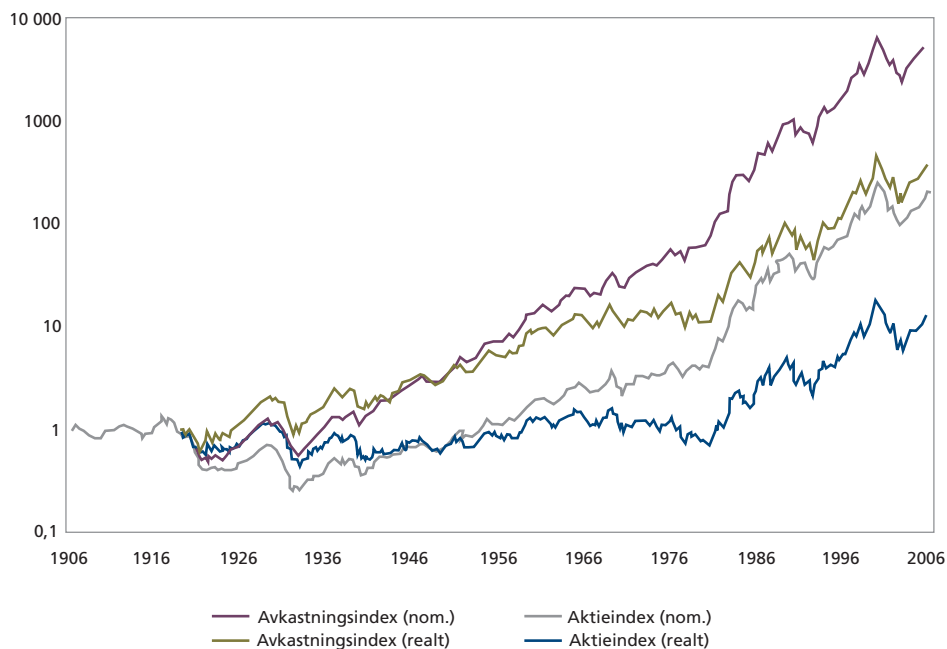


Källa: Waldenström (2007)

Börsvärde i förhållande till BNP är inte med nödvändighet kopplat till avkastningsgraden. Under hela den period som börsvärdet föll i förhållande till BNP höll sig avkastningen relativt konstant.

Däremot har den vändning av börs/BNP relationen som skett efter 1980 ackompanjerats av stigande avkastning. Det senare förklaras dock av att det sammanfaller med en snabb tillgånginflation, det vill säga aktier har stigit snabbt i pris, vilket också gjort det attraktivt att notera företag på börsen. Börsvärdet har stigit i både dimensionen av stigande värde på noterade aktier och att fler aktier är noterade.

Figur 5-10 Månatliga nominella och reala svenska aktiekurser och aktieavkastningar 1906–2006 (1918:12=1)



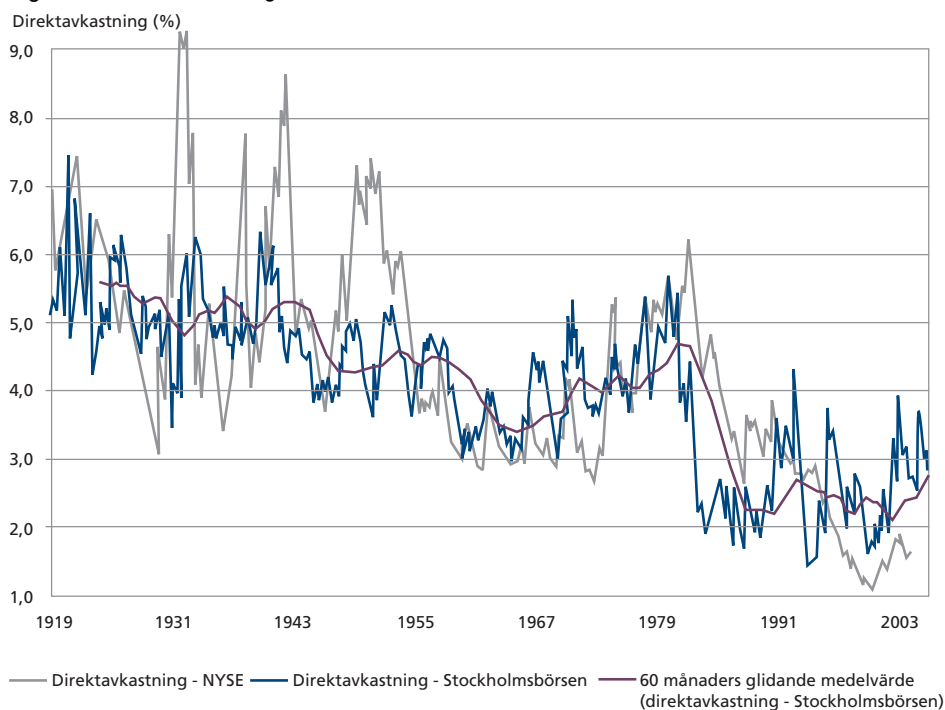
Källa: Waldenström (2007)

Nu tas inte all avkastning ut i värdeökning, utan en del utbetalas direkt till aktieägarna, så kallad direktavkastning. Av de realt 7 procent i avkastning gick under perioden fram till andra världskriget drygt 5 procent till direktavkastning och 2 procent till värdeökning. Det implicerar en real värdeökning på cirka 22 procent på tio år.

Under 1950- och 60-talen låg direktavkastningen snarare på 4 procent och värdeökningsbidraget på 3 procent, vilket implicerar en real värdeökning på tio år på 35 procent. I början av 1980-talet faller dock direktavkastningen relativt skarpt för att landa på ca 2,5 procent och ett värdeökningsbidrag på 4,5 procent, det vill säga en real värdeökning på 55 procent.

Det innebär att börsutveckling, givet samma avkastning, bör vara betydligt starkare efter 1980 än perioden före då en större del gick till direktavkastning. Det vill säga att relativpriset på aktier borde ha stigit, vilket det också gjort. En rimlig börsutveckling, högt räknat, på 55 procent realt och cirka 90 procent nominellt i värdestegring på tio år ligger avlägset den ökning som faktiskt skett på cirka 300 procent.

Figur 5-11 Direktavkastning New York börsen och Stockholmsbörsen



Källa: Waldenström (2007)

För att förklara det höga värdeökningsbidraget efter 1980 pekar forskningen på att hög inflation stimulerar till ökad skuldfinansiering, det vill säga att också dela ut eget kapital. Den främsta drivkraften för detta är att räntor är avdragsgilla för företagen och att nominella räntor både innehåller en del som är skuld-tjänst i form av äkta räntor och en del som de facto är avskrivning av värdet på den belånade tillgången. När de nominella räntorna är höga ökar också den ”gratis” avskrivningen, vilket stimulerar att ha en hög belåning<sup>86</sup>.

I en värld utan inflation är företagen själva indifferent till sin egen kapitalstruktur och då beror den på preferensen hos kapitalägare att hålla aktier kontra ränteobligationer<sup>87</sup>. Annan forskning har dock argumenterat att förhållandet mellan skulder och eget kapital inte kan bestämmas teoretiskt, men att högre inflation på grund av olika faktorer tenderar att leda till en högre skuldsättning<sup>88</sup>.

Senare forskning har fokuserat på två olika teorier, ”*pecking order*” och ”*trade off*”-teorierna. Pecking order innebär att företagen har en underliggande preferens för att finansiera sig med eget kapital, det vill säga i praktiken ge så lite direktavkastning som möjligt. Trade of-teorin fokuserar i stället på att varje företag har en optimal kapitalstruktur de strävar efter, givet kostnader och intäkter för olika finansieringsformer.

Utvecklingen av direktavkastningen, och allt annat lika kopplingen till förändring av eget kapital, ser vi stämmer relativt väl med tanken att hög inflation ökar skuldsättningen. Under 1970-talet med hög och stigande inflation ökar direktavkastningen för att sedan under 1980-talet, när inflationen faller, falla ned till historiskt låga nivåer.

Precis som för bostäder påverkas aktier av en rad olika faktorer vilket gör det mycket svårt att bedöma vad som är en balanserad nivå bortom det faktum att tillgången har ett marknadspris och en mycket grov kalkyl enligt ovan som kan erbjuda tentativa normalintervall.

Att bedöma ren tillgångsinflation har motsvarande svårigheter då denna bör justeras för kvalitetsförändringar i tillgångarna, i likhet med i konsumentprisindex (KPI). Balansen mellan direktavkastning och värdeökningsbidraget kan exempelvis ses som en sådan kvalitativ förändring, som i detta fall motiverade en relativprisökning av aktier.

---

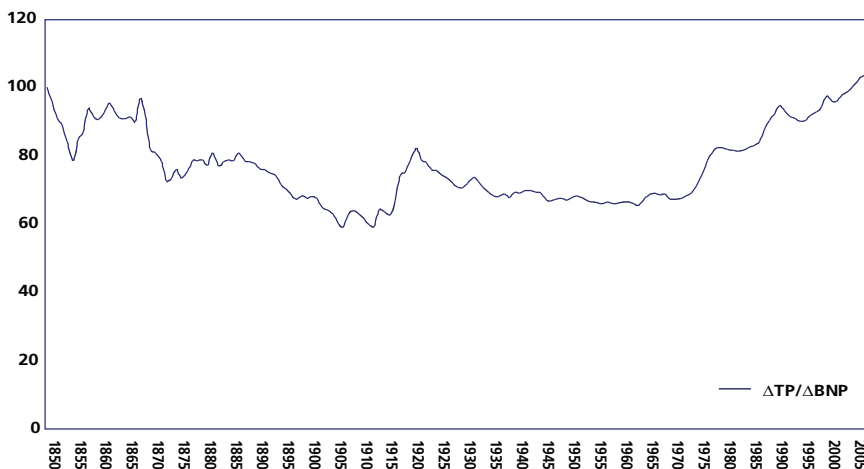
<sup>86</sup> Se till exempel Jaffe (1978), Cohn (1979) och Modigliani (1982)

<sup>87</sup> Miller (1977)

<sup>88</sup> Hochman och Palmon (1985)

En annan möjlighet som ger en approximation på tillgångsinflationen är att mäta tillgångarna i förhållande till ett relativvärde, förslagsvis den reala tillväxten som på lång sikt bestämmer tillgångarnas värde. Tillgångsinflation definieras då som prisökningen på tillgångar som överstiger real tillväxt.

Figur 5-12 Utvecklingen av tillgångspriser (TP) i förhållande till real BNP



Källa: se Appendix 1

I figur 5-12 framgår det att för Sverige har de senaste 30 åren varit historiskt ovanliga i den meningen att tillgångar stigit snabbare än den reala tillväxten över mycket långa perioder. Relativt korta och återkommande kriser, såsom fastighets- och finanskrisen i början på 1990-talet och IT-bubblan, har dock i perioder tillfälligt deflaterat tillgångspriserna något.

De enda två andra perioderna där tillgångspriserna stigit snabbare i Sverige än den reala tillväxten är relativt korta perioder under mellankrigstiden, som både slutade i svåra kriser för den reala ekonomin.

Den första perioden börjar efter första världskriget och leder fram till den ovan nämnda finans- och industrikrisen 1919–20. Det är värt att notera att även avseende denna kris spelade strukturella förändringar, tillgångsinflation, förändringar på den finansiella marknaden och kreditexpansion en central roll.

*”För att kompensera bortfallet av importvaror förändrades produktionen, från exportorienterad till att i högre grad producera för hemmamarknaden. Vinstmöjligheterna ökade och lockade även till spekulation. Genom den begränsade aktieförvärvsrätten som antogs i 1911 års banklag vidgades ban-*

*kernas verksamhetsramar och affärsbankerna kunde agera som direkta ägare i näringslivet samt delta i emissionsaffärer. Affärsbankerna understödde således ekonomins expansion och spekulation genom direkta krediter och indirekt via bankanknutna emissionsbolag. Övergången från internationell inflation till deflation inträffade hösten 1920 ...”<sup>89</sup>*

Den andra perioden är några år i början på 1930-talet, men detta beror främst på den internationella lågkonjunktur som följde av den stora finans- och tillgångskrisen i USA där 90 procent av börsvärdet utplånades på några år. Även i det fallet hade tillgångsinflationen varit mycket hög före den kraftiga tillgångsdeflationen slog till, vilket så småningom ledde till välkända och allvarliga konsekvenser även för den reala ekonomin.

Det som nu pågår är en bred tillgångsdeflation som i likhet med andra kriser i sin tur har försiggått av en period med hög tillgångsinflation på både aktier och bostäder. Även om tillgångsinflation delvis kan förklaras av strukturella förändringar såsom exempelvis fallande räntor och minskad direktavkastning på aktier, går det inte att förklara att tillgångspriserna mer eller mindre kontinuerligt i över 30 år stigit mer än den reala ekonomin. Det är historiskt unikt i modern tid.

Inflationstakten mellan varor och tjänster respektive tillgångar förefaller vidare ha varit helt skilda från varandra, där den första utvecklades i en historiskt låg takt, medan den andra utvecklades i en historiskt mycket hög takt – och detta under en mycket lång tid. Det är något traditionell ekonomisk teori inte kan förklara.

De strukturella förändringar som skett under perioden kan förklara varför en viss justering av relativpriset på tillgångar gjordes under framför allt 1980- och 90-talet, men det kan inte förklara att tillgångsinflationen fortsätter år efter år i 30 år, det vill säga att relativpriset i princip stiger hela tiden under denna period. Hur detta var möjligt diskuteras i följande kapitel.

---

<sup>89</sup> Boksjö och Andersson (1994)





## 6 Flera samverkande faktorer skapar inflationsbrasa på tillgångar

För att förstå hur inflationstakten på konsumentvaror och tjänster kunnat skilja sig så markant från inflationstakten på tillgångar behöver flera pusselbitar läggas samman. Det som behöver förklaras i första hand är varför olika strukturella åtgärder som stimulerade stigande tillgångspriser inte bara ledde till förändrade relativpriser, utan också det som kan vara den längsta perioden av tillgångsinflation sedan västvärldens industrialisering.

Internationella valutafonden (IMF) som kritiserats för att de inte uppmärksammat att världen stod inför en global finansiell härdsmälta, hyllade exempelvis bara månader innan Island närmast gick i konkurs den Isländska ekonomin:

*“The Icelandic economy is prosperous and flexible. Per capita income is among the highest and income inequality among the lowest in the world. Labor and product markets are open and flexible. Institutions and policy frameworks are strong, and the government's debt is very low. The remarkable management of the country's natural resources has enabled Iceland to diversify the economy and help ensure sustainability. Against this backdrop, the long-term economic prospects for the Icelandic economy remain enviable.”*<sup>90</sup>

Det är tydligt att kriser är svåra att förutspå i förväg för IMF och andra institutioner som använder liknande ekonometriska jämviktsmodeller. IMF:s felbedömning ligger i linje med de felbedömningarna Konjunkturinstitutet (KI) gjort avseende vad exempelvis en 30 procentig nedgång på den amerikanska bostadsmarknaden skulle leda till.<sup>91</sup>

Även om den här typen institutioner uppmärksammar risker, såsom IMF gjorde med det isländska banksystemet och KI gjorde avseende de uppblåsta bostadspriserna i USA, tenderar dessa risker att systematiskt underskattas och leder i modellerna endast till marginella justeringar av olika makrovariabler.

IMF har dock i efterhand en relativt god deskription av vad som hänt under olika kriser. Efter 1980-talets uppgång och sedermera fall in i 1990-talet tog bland annat IMF upp det då redan noterade fenomenet av att inflationen på varor och tjänster inte ökade, men att inflationen på tillgångar steg kraftigt.

<sup>90</sup> Iceland—2008 Article IV Consultation Concluding Statement July 4, 2008 IMF (<http://www.imf.org/external/np/ms/2008/070408.htm>)

<sup>91</sup> Se kapitel 1.

*”... transmissionen från penningpolitiken till inflationstryck i slutet av 1980-talet var ovanlig i den mening att inflationen, konventionellt mätt, inte ökade så snabbt som de gjort i andra perioder av expansiv makroekonomisk politik. En möjlig förklaring till detta mysterium är att finansiell liberalisering och finansiella innovationer och andra strukturella förändringar på 1980-talet skapade en miljö där överlikviditet och kreditexpansionen kanaliseras till grupper som var aktiva på tillgångsmarknaderna. Dessa inkluderar stora institutioner, höginkomsttagare och förmögna personer som svarade på de ekonomiska incitament som följde de strukturella förändringarna. Dessa grupper lånade för att ackumulera tillgångar på den globala finansmarknaden såsom fastigheter, aktier, konst och guld och silver, där krediten cirkulerade runt flera gånger.”<sup>92</sup>*

De fortsätter med att konstatera att detta gällde i särskilt hög grad för USA.

*”I USA skapade skatteförändringar – med pågående utveckling av finansiella innovationer som var kopplade till den tidigare liberaliseringen och avregleringen – incitament för investeringar och dessa var särskilt stora för företagssektorn och höginkomsttagare. Expansionen i kreditfinansiering finansierade exempelvis fusioner och uppköp, hävstångsutköp, kommersiella fastigheter och privata hus. ...*

*Konsumtionsutgifter i slutet av 1980-talet skiftade påtagligt till lyxkonsumtion och till produkter som vanligtvis finansieras på kredit såsom företagsinvesteringar, fastigheter och kapitalvaror.”*

IMF lyfter fram rollen som avreglering haft för att förändra incitamenten i den finansiella sektorn, vilket drivit på dess procykliska effekt och riskbenägenhet.

*”Intensiv konkurrens bland finansiella intermediärer resulterade i hög risk utlåning till nya affärsområden, vilket bidrog till aktiviteten på tillgångsmarknaderna. Denna ökning av utbud till relativt riskfyllda tillgångsmarknader kan direkt tillskrivas den finansiella avregleringen och den efterföljande vågen av finansiella innovationer, vilket tillsammans ledde till; en erosion av värdet av traditionella bankkontor, en större roll för andra finansiella institutioner, större konkurrens och ökad risktagning och pressade marginaler.”<sup>93</sup>*

<sup>92</sup> IMF (1993)

<sup>93</sup> IBID s.88

Man ifrågasätter också försiktigt om verkligen ekonomin helt styrs av rationella förväntningar, vilket styr de ekonometriska modellerna, och lyfter fram att historiska erfarenheter också kan vara en betydelsefull faktor:

*”När väl processen av tillgångsinflation har startat, och i avsaknad av restriktiv penningpolitik, förväntningar på framtida kapitalvinster uppenbarligen blev en viktig aspekt i den fortsatta ökningen av efterfrågan på tillgångar. I den utsträckningen historiska prisökningar bestämmer förväntningar på framtida prisökningar, så var den reala kostnaden för att låna till tillgångar ofta negativ i USA, Japan och Storbritannien.”<sup>94</sup>*

En sammanfattning av IMF:s dåvarande ståndpunkt skulle vara att strukturella förändringar i form av fokus på avreglering och skatteförändringar (sänkningar) ledde till att inkomstspridningen ökade och att inkomsterna till stor del tillföll personer som i huvudsak inte ökade sin konsumtion av varor och tjänster, utan tillgångar.

När väl denna process tagit fart styrdes förväntningarna av den höga tillgångsinflationen, vilket gjorde det lönsamt att öka belåningen för att ytterligare öka vinsten på eget kapital. Avregleringen av finansmarknaden gjorde att utlåning och risker ökade och att tillgångsaktiva institutioner och grupper i samhället fick god tillgång till krediter.

IMF menar alltså att den stigande inkomstspridningen kan förklara varför inflationen bara stiger på tillgångar och inte på varor och tjänster. Inkomster, eller skulder, i grupper som är viktiga för efterfrågan på varor och tjänster ökade inte alls på samma sätt som för de tillgångsaktiva grupperna. Det skulle därmed förklara de kraftigt avvikande inflationstakterna mellan varor och tjänster och tillgångar. Så länge inkomstspridningen fortsätter att öka kan det också ge en förklaring till det ständigt stigande relativpriset på tillgångar.

Nu gällde dock IMF:s studie endast fram till 1990-talet, vilket innebär att för att denna förklaring fortfarande skulle vara giltig måste inkomstspridningen och skatteincitamenten ha fortsatt att öka även under 1990- och 2000-talet. Ett tillfälligt skift i inkomstspridningen under 1980-talet borde annars endast ha lett till ett skift i relativpriset på tillgångar.

---

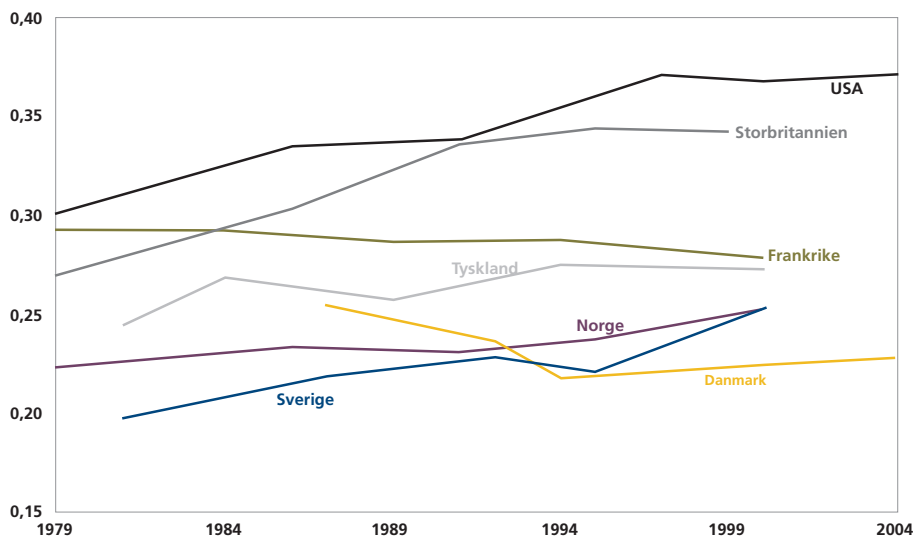
<sup>94</sup> IBID s.89

FN-organet International Labour Organisation (ILO) publicerade nyligen rapporten sin årliga *World of Work Report* och där konstaterades det att:

*”Between the early 1990s and the mid-2000s, in about two thirds of the countries for which data exist, the total income of high-income households expanded faster than was the case for their low-income counterparts. Similar trends have occurred when looking at other dimensions of income inequality such as labour income vis-à-vis profits, or top wages vis-à-vis wages of low-paid workers. In 51 out of the 73 countries for which data are available, the share of wages in total income declined over the past two decades. Likewise, during the same period, the income gap between the top and bottom 10 per cent of wage earners increased in 70 percent of the countries for which data are available. This was a period of relatively rapid economic growth and strong job creation. In 2007, world employment was almost one third higher than in 1990. In short, the gains from the expansionary period which ended in 2007 benefited more high-income groups than their medium- and low-income counterparts.”<sup>95</sup>*

Det innebär att den ökade inkomstspridning under 1980-talet har fortsatt ända fram till idag i flertalet länder, vilket också diagrammet nedan bekräftar.

Figur 6-1 Ginikoefficient i sju länder, 1979-2004

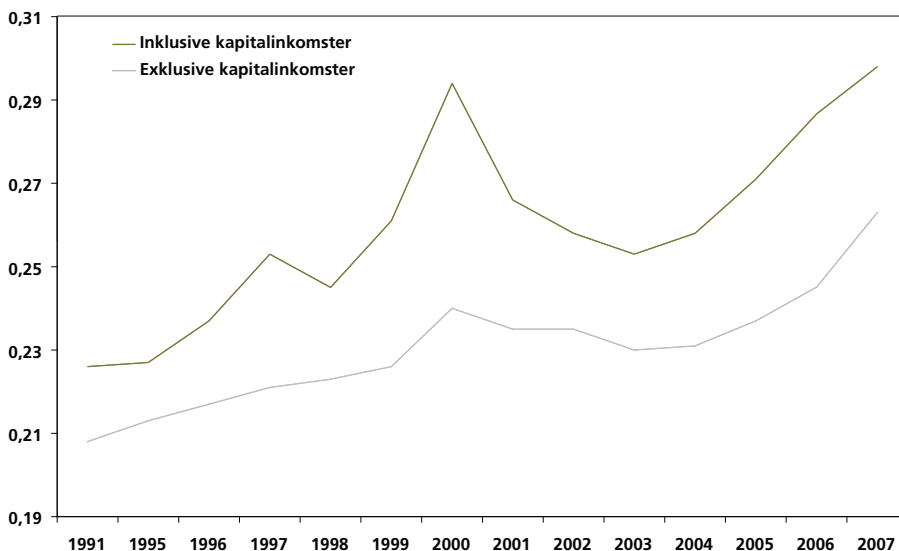


Källa: Globaliseringsrådets rapport "Globalisering och inkomstspridning"

<sup>95</sup> ILO (2008)

Även i Sverige har inkomstspridningen ökat och det gäller särskilt om kapitalinkomster tas med, då dessa är mycket ojämnt fördelade över hushållen. Fram till IT-bubblan i början av 2000-talet ökade inkomstskillnaderna relativt dramatiskt. Det går också att notera att gini-koefficienten föll i spåren av börsrasen. Den kraftiga tillgångsinflationen de senaste åren har återigen drivit upp gini-koefficienten, men vi kan också vänta oss en period av minskad inkomstspridning i spåren av den breda tillgångsdeflation som nu pågår<sup>96</sup>.

Figur 6-2 Gini-koefficient i Sverige, inklusive och exklusive kapitalinkomster, 1991–2007<sup>(a)</sup>



Anm: <sup>(a)</sup> Uppgifter för 2007 är preliminära

Källa: SCB, Hushållens ekonomi (HEK)

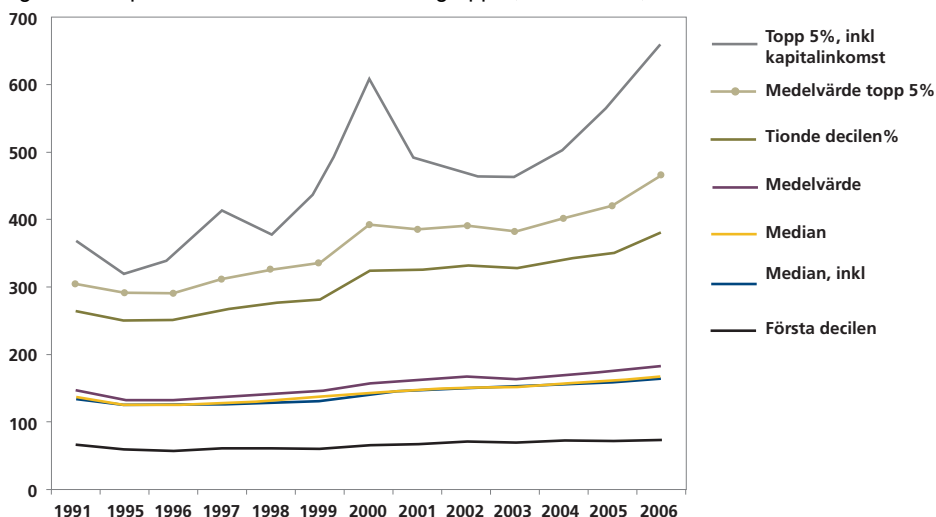
<sup>96</sup> SCB (2007b)

SCB konstaterar att inkomstspridningen ökat i Sverige sedan början av 1980-talet, vilket vi alltså har gemensamt med de flesta andra länder. Inte minst är det den mycket kraftiga snedfördelningen av kapitalvinster som påverkar den ökade inkomstspridningen, SCB påpekade bland annat att:

*”Vinsterna är mycket ojämnt fördelade och starkt koncentrerade till toppen av inkomstfördelningen. År 2001 hade den procent av befolkningen med de största vinsterna över 75 procent av totalsumman.”<sup>97</sup>*

Låt oss anta att de tio procent som har de högsta inkomsterna, den tionde inkomstdecilen, är den grupp där ökade inkomster framför allt kanaliseras till efterfrågan på tillgångar och att motsatt gäller för den första inkomstdecilen, det vill säga inkomstökningen går mest till varor och tjänster. I sådana fall är utvecklingen i Sverige väl förenlig med IMF:s resonemang att det främst är de tillgångsaktiva grupper som ökat sina inkomster.

Figur 6-3 Disponibel inkomst i olika inkomstgrupper, 1991–2006, tusentals kronor



Källa: SCB

<sup>97</sup> SCB (2007a)

Sedan 1991 har den genomsnittliga inkomsten (medianvärdet) inklusive kapitalinkomster ökat med drygt 20 procent. För den tiondel av befolkningen som hade lägst inkomst var ökningen endast 13 procent medan den tiondel som hade högst inkomst fick en ökning på över 60 procent. De översta fem procenten ökade sina inkomster med hela 80 procent under samma period.

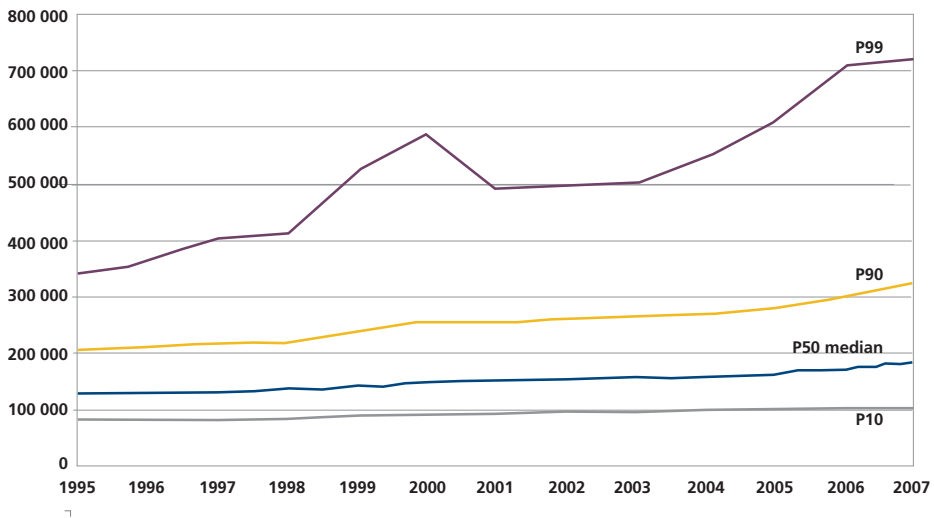
Om man undantar inkomsten från kapital blir skillnaderna mellan olika inkomstgrupper betydligt mindre. Den översta inkomstdecilen ökade då sina disponibla inkomster med 43 procent, vilket dock fortfarande är omkring fyra gånger så mycket som den lägsta decilen och dubbelt så mycket som medianvärdet.

Avkastningen på kapital har således en betydande effekt på inkomstfördelningen i det svenska samhället. Såsom SCB konstaterade går omkring 75 procent av kapitalvinsterna till den procent av hushållen som fick mest, det vill säga den övre percentilen. Ser vi hur inkomstutvecklingen varit för just den procenten ser vi att den så kallade percentil 99-gruppen har utvecklats sina inkomster mycket snabbare än även de 10 procent rikaste<sup>98</sup>. På tio år har den nästan fördubblats vilket innebär en ökning på 7–7,5 procent i inkomstökning per år. Det är mer än dubbelt så snabbt som den reala ekonomin vuxit.

---

<sup>98</sup> SCB (2008)

Figur 6-4 Disponibel inkomst per konsumtionsenhet (ke)



Källa: SCB

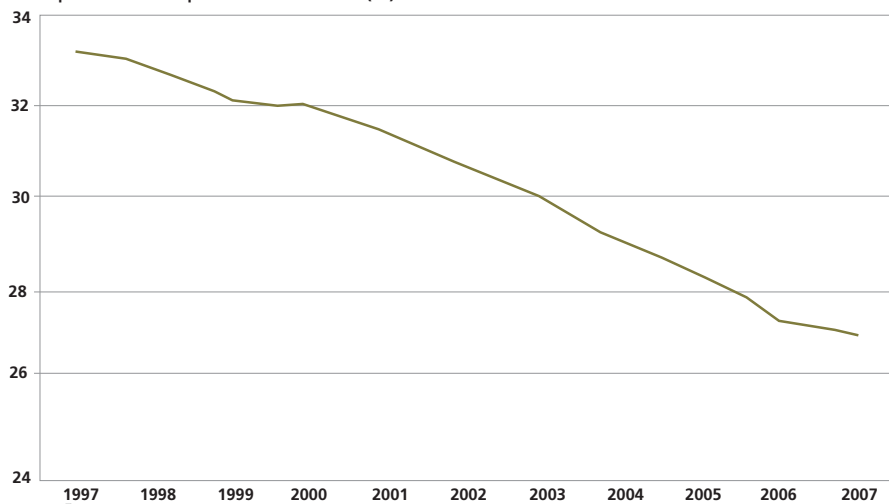
Utvecklingen mellan medianinkomsterna och topp percentilgruppen ger ytterligare stöd för att efterfrågan på tillgångar stigit mycket snabbare än på varor och tjänster på grund av att tillgångsaktiva gruppers inkomster vuxit mycket snabbare än övriga ekonomin.

Även när det gäller skatter har dessa fortsatt att stimulera tillgångsefterfrågan. Företagsskatterna har fallit påtagligt bara de senaste tio åren. Det har kombinerats med fallande skatter även på höginkomstgrupper och att dessa gruppers löner stigit i en mycket hög takt<sup>99</sup>. Det gäller inte minst i USA.

<sup>99</sup> ILO (2008)s.134-135

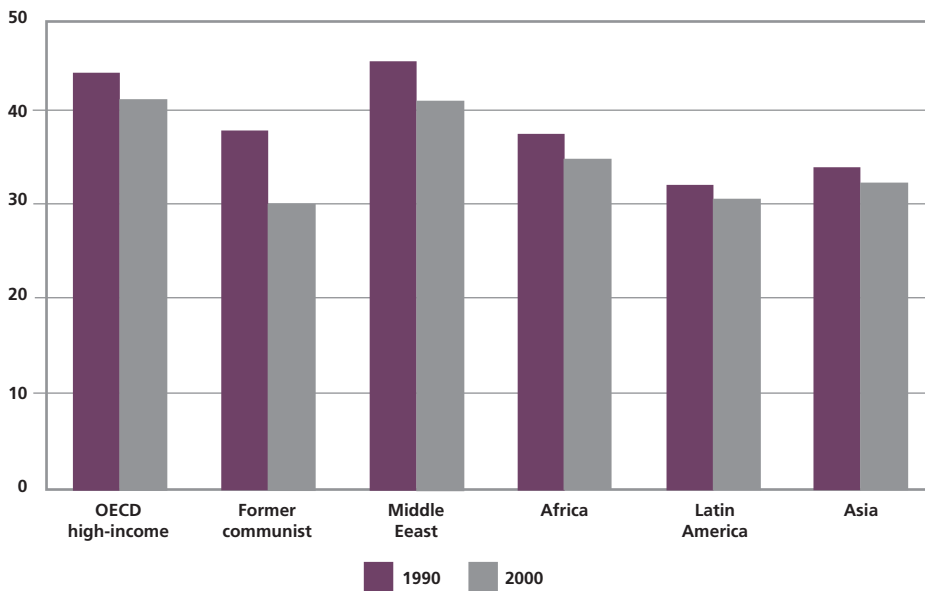


Figur 6-5 Globala företagsskatter, 1997–2007  
Disponibel inkomst per konsumtionsenhet (ke)



Källa: ILO (2008)

Figur 6-6 Marginalskatter i olika regioner, 1990-tal och 2000-tal



Källa: ILO (2008)

Samtliga dessa faktorer; fallande företagsskatter, fallande skatter på de högsta inkomsterna och en mycket snabb löneutveckling för de högsta inkomstgrupperna stimulerar efterfrågan på tillgångar i linje med IMF:s tidigare refererade resonemang, det vill säga spär ytterligare på tillgångsinflationen.

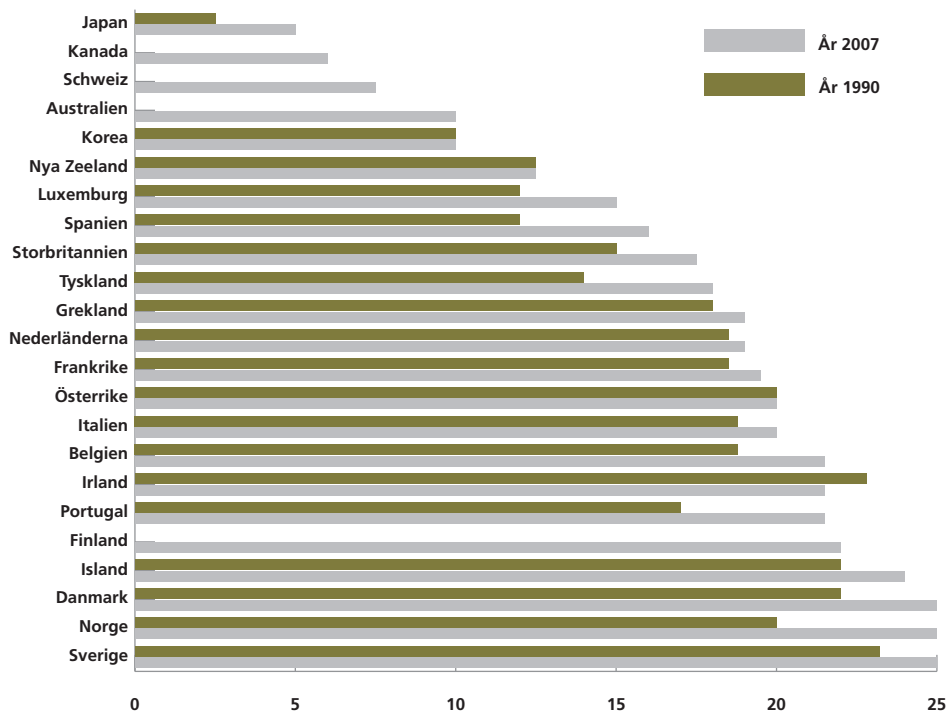
Samtidigt har konsumtionskatterna ökat i de flesta länder vilket håller tillbaka konsumtionsvolymen av varor och tjänster. Det innebär att det efter 1990 har det fortsatt att genomföras strukturella förändringar som ytterligare ökar tillgångsinflationen. Att skifta skatter från företagsskatter och de med högst inkomster mot konsumtionskatter innebär allt annat lika att en ökad inkomstspridning, då de dels ger direkt effekt via inkomstskatten, men också indirekt effekter via ökad tillgångsinflation och tillgångar är än mer ojämnt fördelade än arbetsinkomster.

Ökningen av konsumtionskatterna bidrar förvisso direkt till stigande priser, det vill säga inflation, men kan påverka den underliggande inflationen indirekt också hålla tillbaka inflationen på varor och tjänster då den minskade konsumtionsvolymen minskar trycket på arbetsmarknaden och allt annat lika håller tillbaka löneökningstakten.<sup>100</sup> Att skifta skatter från företagsskatter och de med högst inkomster mot konsumtionskatter skulle därmed på längre sikt kunna hålla tillbaka inflationen och därmed vara förenligt med IMF:s resonemang.

---

<sup>100</sup> Inflationen mätt som KPI slår en momshöjning igenom fullt ut, men i KPIX som är ett av Riksbanken definierat mått på underliggande inflation. Vid beräkningen av KPIX exkluderas räntekostnaderna helt, samt även direkta effekter av förändringar i nettot av indirekta skatter och subventioner.

Figur 6-7 Moms-trend i OECD-länder



Källa: ILO (2008)

Det är sålunda relativt klarlagt att inkomstspridningen ökat sedan i praktiken mitten av 1970-talet – och för Sveriges del i början av 1980-talet, men det finns inte en lika entydig uppfattning om orsakerna till denna förändring.

*”There is ample evidence in the literature showing a significant increase in income inequality since the mid-1970s in a wide range of OECD countries (e.g., Atkinson et al. 1995, Milanovic 2005, Burkhauser et al. 2007). While scholars agree on the existence of inequality, the question of its underlying causes still remains largely unanswered. Not only is the income distribution affected by demographic, political-structural, and labour market changes; it is also affected by individual components of household income, which also mirror these societal changes. The most important sources of received income are wages and salaries, which have a distinct impact on inequalities in disposable income. One often-cited explanation for increasing wage inequality is that of “skill-biased technical change” leading to a wider spread*

*in labour income (Bound and Johnson 1992; Juhn et al. 1993, Autor et al 1999).. Thus the contribution of capital income to income inequality can be considered as substantial.”<sup>101</sup>*

När det gäller “*skill biased technical change*”-teorin går den i praktiken ut på att efterfrågan på arbetskraft skiftat kraftfullt mot högutbildade och att konkurrensen, både inhemskt och framför allt från utlandet (läs Kina och Indien), ökat kraftigt för lågutbildade, vilket resulterat i arbetslöshet och relativt fallande löner.

En delvis försvårande omständighet för denna teori är dock att det inte finns något samband mellan arbetslöshet och hur stor andel av landets produktion som handlas med utlandet (utrikeshandelskvoten) när man jämför länder<sup>102</sup>, eller mellan utrikeshandelskvot och inkomstspridning. Däremot finns det tydliga samband mellan exempelvis skattekvot, sociala transfereringar, utbildningsutgifter, fackföreningspenetration och inkomstspridning<sup>103</sup>.

För svensk del har också de senaste tio årens utveckling med snabbt stigande utrikeshandelskvot inneburit att produktionen ökat snabbare än i andra rika länder och betydligt snabbare än under 1970- och 80-talen då utrikeshandelskvoten inte ökade. Inkomstskillnaderna mätt som inkomst av tjänst har inte heller ökat särskilt dramatiskt. Det är endast om kapitalinkomster läggs till som inkomstfördelningen ökar påtagligt, det vill säga det är inte framför allt lönespridningen som ökar utan kapitalinkomsterna, som ursprungligen är skevt fördelade och därför ökar inkomstspridningen.

Men även om tillväxten både i Sverige och i världen har varit god det senaste decenniet, är det otvetydigt att inkomsterna för resurssvaga grupper utvecklats betydligt svagare.

---

<sup>101</sup> Fräbldorf m fl. (2008)

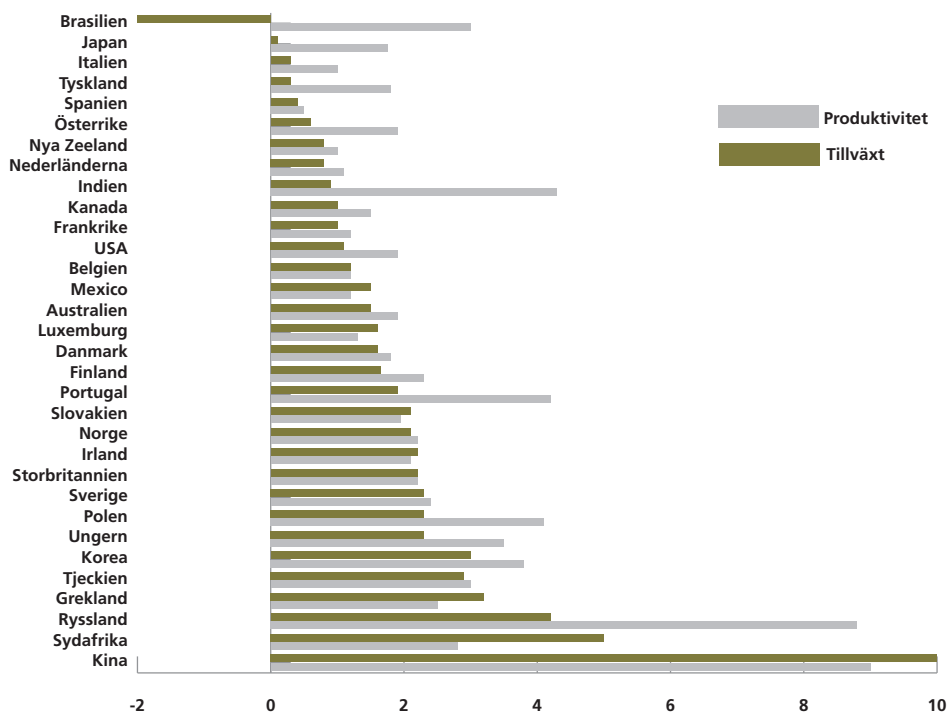
<sup>102</sup> ITPS 2007

<sup>103</sup> ILO (2008)

I USA, som har en betydligt lägre utrikeskvot än Sverige, fick en medianfamilj under perioden 1947–73 en ökning i inkomst som motsvarade ökningen i produktionen, medan man under perioden 1973–2004 inte ens fick hälften av produktionsökningen. Under fem år mellan 2000 till 2005 steg produktionen med 16,5 procent, medan medianfamiljens inkomst sjönk med 2,3 procent<sup>104</sup>.

Löner, som enligt ekonomisk teori borde växa med produktiviteten antaget konstant vinstandel, har inte gjort detta sedan 1990-talets början i de flesta länder. Det innebär att vinstandelen ökat sin andel av produktionsvärdet.

Figur 6-8 Genomsnittlig utveckling av löner och produktivitet, 1990–2006



Källa: ILO (2008)

<sup>104</sup> EPI (2006)

Även om vare sig tillväxten eller efterfrågan på arbetskraft har påverkats negativt av handel eller låglönekonkurrens, så kan konkurrensen däremot ha inneburit att efterfrågan minskat enbart på lågutbildad arbetskraft (som mer direkt konkurrerar med kinesiska arbetare).

Den ökade inkomstspridningen borde då bero på att botten trillat ur, vilket inte är fallet. De ökade inkomtskillnaderna beror istället, som redan konstaterats, på att varje steg i inkomstligan har dragit ifrån det närmast under. I USA, liksom i Sverige och stora delar av världen, har exempelvis höginkomsttagarna blivit ordentligt distanserade av dem med väldigt höga inkomster, som i sin tur har lämnats bakom av dem med extremt höga inkomster. Det är därmed inte så mycket botten som trillat ut, utan mer toppen som skjutit iväg.

Då skillnaderna ökar över hela inkomstskalan, och inte bara för de lågutbildade, och dessutom ökar mer ju högre inkomsten blir samt över hela världen (även i länder med låga löner) så förefaller den huvudsakliga mekanismen vara kopplad till hur samhällets strukturer ser ut i stort, inte minst då skatte- och belöningssystem, och att dessa globalt har förändrats i en inriktning så att det skapat en mycket stark tillgångsinflation, vilket i sin tur starkt bidragit till en fortsatt ökad inkomstspridning, vilket i huvudsak är den beskrivning IMF gör av 1980-talet. IMF:s beskrivning pekar också snarare på ett samband mellan politiskt beslutade strukturella förändringar, inkomstspridning och tillgångsinflation än att dessa förändringar skulle ha uppstått som ett resultat av förändringar i den reala ekonomin, vilket skill-biased-teorin innebär.

Det utesluter naturligtvis inte att det kan ha funnits inslag av skill-biased effekter de senaste 25 åren, utan bara att dessa nog varit av mindre betydelse jämfört med andra faktorer.

Däremot kan man konstatera att utvecklingen alltid är skill-biased och det är ett välkänt faktum att produktionen kontinuerligt ökar i både real- och humankapitalintensitet över tid.

Det innebär att de arbeten med lägst kapital- och kunskapsinnehåll tenderar att över tid försvinna från arbetsmarknaden<sup>105</sup>. Den relevanta frågan är därmed om perioden 1975–2005 kan sägas i högre grad präglas av att real- och humankapitalintensitet ökar snabbare, och att kraven på arbetskraften därmed ökar snabbare och att lågkvalificerade jobb försvinner snabbare, än de gjorde under perioden 1945–1975. Nej, det förefaller inte troligt mot bakgrund av att studier pekar på att kunskapskraven och kunskapsnivån i produktionen utvecklats relativt

---

<sup>105</sup> ITPS (2008)

jämt över tid<sup>106</sup> och att strukturomvandlingstakten, mätt som produktivitetsutvecklingen, var högre under perioden 1945–1975 än för perioden 1975–2005<sup>107</sup>.

För att förklara den faktiska distributionen av inkomstspridningen måste man anta att efterfrågan på kompetens förändrats exponentiellt, det vill säga det är inte bara lågutbildade som minskat i relativ efterfrågan, utan läkare och civilingenjörer i förhållande till chefer och direktörer har också minskat kraftigt i efterfrågan. Detta beror inte på låglönekonkurrens, utan på snabba och djupgående strukturella förändringar i den egna ekonomin. Några sådana snabba och djupgående strukturella förändringar i den reala ekonomin, i förhållande till andra perioder, är svåra att hitta.

Förutom kunskapskravs- och strukturomvandlingstaktsutvecklingen talar också att det inte går att finna någon dramatisk förändring av utbud och efterfrågan på olika yrkesgrupper, som skulle kunna förklara den exponentiellt ökande pris skillnaden på olika yrkesgrupper, för att den kontinuerligt ökade real- och humankapitalintensitet i den reala ekonomin inte skiftat uppåt under perioden 1975–2005<sup>108</sup>.

En betydligt mer plausibel förklaring till den ökade inkomstspridningen är sålunda att strukturella förändringar i form av avregleringar, skattesänkningar, minskade sociala transfereringar med mera omfördelat köpkraft från lägre inkomster till högre – och då framför allt till de högsta inkomsterna och detta i stor utsträckning bidragit till den historiskt extremt långa period av tillgångsinflation som pågått i princip sedan mitten av 1970-talet och att det också hållit tillbaka inflationen på varor och tjänster. Att förändringar i incitamentsstrukturerna snarare än förändringar i produktionssystemet skapat de stora inkomstskillnaderna understöds också av nyligen publicerad forskning:

*”The result has been a steep increase in executive pay. In the United States for example, between 2003 and 2007, executive managers’ pay grew in real terms by a total of 45%, compared with a real pay increase of 15% in the case of the average executive, and less than 3% for the average American worker. Hence, by 2007, the average executive manager in the 15 largest US firms earned more than 500 times the average employee in the United States, compared with over 300 times in 2003. Similar patterns can be observed in other countries such as Australia, Germany, Hong Kong (China), the Netherlands and South Africa.*

---

<sup>106</sup> Rune Åberg 2003

<sup>107</sup> Se figur 4-5 på sid. XX

<sup>108</sup> Arbetsförmedlingen, Arbetskraftsbarometern

*Importantly, empirical studies show only very moderate, if any, effects of these systems on company performance. Moreover, large country variations exist, with some countries displaying virtually no relation between performance-pay and company profits. Though more research is clearly needed in this area, a plausible explanation behind observed trends is that executives are in a dominant bargaining position with respect to company owners, something which is facilitated by the institutional set-up.*<sup>109</sup>

När väl tillgångsinflationen satt fart tack vare fallande räntor, ökande direktavkastning, ökande inkomstspridning och en avreglerad finansmarknad som kraftigt ökar utestående krediter, blir tillgångsinflationen i sig en faktor som fortsätter att dra isär inkomstspridningen.

Att konsumentinflationen inte steg trots en mycket kraftig kreditexpansion kan sålunda förklaras med att de grupper som är viktiga för prisutvecklingen på varor och tjänster, vare sig ökade sina inkomster eller sin skuldsättning anmärkningsvärt snabbt, utan att de var främst tillgångsaktiva aktörer, och då främst den övre procenten av inkomstliga och finansiella institutioner som ökade både sina inkomster och skulder mycket snabbt och att dessa användes till att köpa tillgångar, vilket också ledde till en kraftig inflation på tillgångar.

Såsom IMF konstaterade redan 1993 avseende den kris som byggdes upp från 1980-talet till inledning av 1990-talet, så handlade de tillgångsaktiva aktörerna rationellt på de förändrade incitament som erbjöds, inte minst då tillgångsinflationen – allt annat lika – innebar ökade positiva värden för dessa aktörer.

Ytterligare en fråga som förbryllar med den mycket långa perioden av kreditexpansion och tillgångsinflation, även om den avbrutits för relativt milda tillgångsdeflationsperioder i flertalet länder, är att när samhällsstrukturerna väl förändrats och dragit igång tillgångsinflationen, vilket gör det lönsamt att låna för att köpa tillgångar, borde relativt snart efterfrågan på kredit stiga till en sådan nivå att det till befintlig ränta överstiger utbudet – kort sagt räntan måste stiga för att utbud (sparande) och efterfrågan (kredit) ska kunna mötas.

Om denna räntehöjning kommer relativt snabbt dämpas efterfrågan på tillgångar och därmed blir inte tillgångsinflationen och de obalanser som hotar att byggas upp både i den finansiella sektorn och i hushållen så stora. Två faktorer kan försena en sådan räntehöjning, den ena faktorn är kopplad till den inhemska sparandefunktionen och den andra med den externa sparandebalansen.

<sup>109</sup> ILO (2008) s. XI

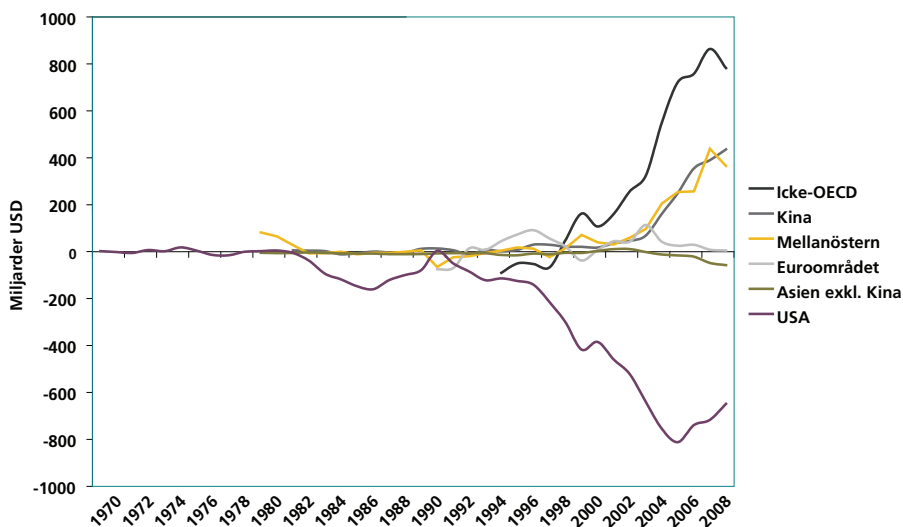


Den inhemska sparnivån påverkas av en rad faktorer, inte minst konjunkturen, men också av inkomstspridningen. I och med att höginkomstgrupper, särskilt de allra rikaste, har en betydligt högre sparkvot, kan man förvänta sig att – allt annat lika förstås – sparandet ökar trots oförändrad ränta. En sådan förändring speglar inte preferensförändring, det vill säga givet ränta ökar viljan att spara, utan det speglar konstanta preferenser, omfördelning av inkomster från grupper med låg sparbenägenhet till grupper med hög sparbenägenhet. Allt annat lika ökar det utbudet av sparande. Det dämpar den motreaktion till kreditexpansion som borde ha kommit i form av en räntehöjning. Denna motreaktion uteblev i hög utsträckning på grund av att de snabba ökningen i tillgångspriser verkade i motsatt riktning, man kunde låna mer och ändå vara nöjd med sin nettoförmögenhetställning och avvägning mellan nutida och framtida konsumtion.

En annan faktor är om utlandet – i detta fall icke-OECD – är villigt att ställa billigt sparandeöverskott till förfogande. Är detta fallet kan ekonomier där sparande är lågt värderat, exempelvis på grund av att den snabba tillgångsinflationen gör att hushållen känner sig rika och att det är lönsamt med hög skuldsättning såsom i USA, få tillgång till sparande från länder som inte har samma karakteristik.

I vilken utsträckning respektive faktor påverkat räntan är svårbedömt, men man kan konstatera att efter mer eller mindre 25 års tillgångsinflation i OECD-området realräntan istället för att stiga i början av 2000-talet och spädde därmed på den redan höga tillgångsinflationen. Det sammanföll med att länder utanför OECD området pumpade in stora mängder sparande. Sparandeöverskotten i Kina (speed limit på tillväxten) och Mellanöstern (det höga oljepriset) har starkt bidragit till att hålla räntorna nere och inflationsbrasan på tillgångar uppe. Särskilt har detta gällt USA som på så sätt kunnat finansiera sina stora sparandeunderskott, men det har också bidragit till ett globalt lägre ränteläge som påverkat alla länder.

Figur 6-9 de globala sparandeobalanserna



Det innebar att tillgångsinflationen utan detta tillskott av likviditet kanske inte hade återhämtat sig så snabbt efter IT-bubblan i början av 2000-talet, vilket så här i efterhand måste bedömas som önskvärt om den inte hade gjort det. I stället tog tillgångsinflationen ny fart och byggde snabbt nya stora obalanser, vilket vi idag ser konsekvensen av.

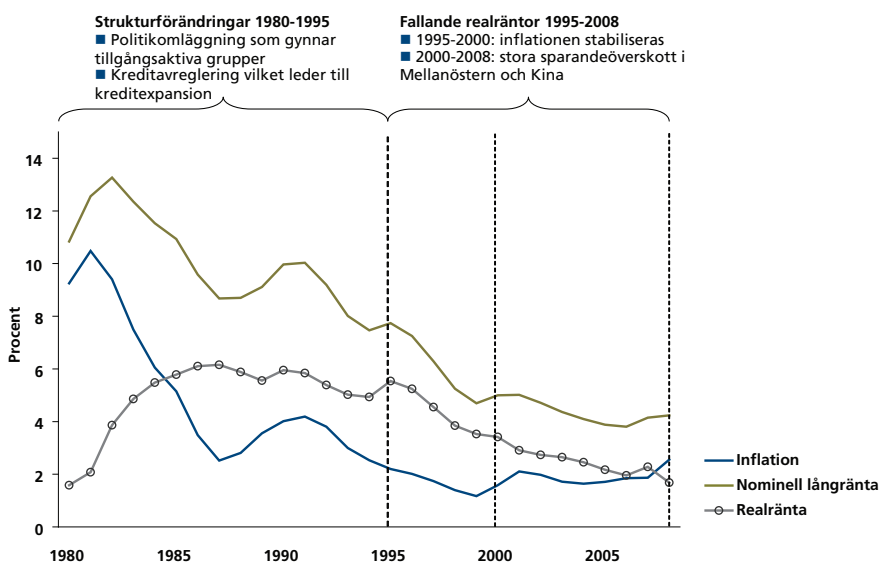
Drivkrafterna för den snabba tillgångsinflationen under 1980–2008 kan i huvudsak delas in i två perioder. Den första perioden som sträcker sig från 1980–1995 så drivs tillgångsinflationen av strukturella förändringar i ekonomin. Ett internationellt politikskifte under 1970- och 80-talen till att tillgångsaktiva gruppers inkomster (de mest förmögna) utvecklades mycket starkt. Efterfrågan på tillgångar ökade mer än utbudet och ledde till inflation på tillgångar. Samtidigt underlättade avregleringen av kredit- och valutamarknaderna att belåna tillgångarna, vilket naturligtvis ytterligare ökade efterfrågan. Det resulterade också i en kraftig kreditexpansion och ökat risktagande inom den finansiella sektorn.

För perioden 1995–2008 spelar fortfarande avregleringen av kredit- och finansmarknaden en roll i att förstärka tillgångsinflationen, men framförallt drivs den nu av fallande realräntor. De nominella räntorna började falla direkt efter omläggningen av politiken mot en låginflationsekonomi i början av 1980-talet, men realräntorna föll inte förrän inflationen stabiliserats på en låg nivå 1995.

Perioden 1995–2000 kan ses som en återgång till historiskt mer normala nivåer på realräntan efter inflationschocken på 1970-talet och Bretton Woods sammanbrott.

Efter år 2000 föll realräntan under historiska nivåer på grund av de kraftiga globala sparandeobalanserna, vilket innebar att utvecklingsländer (Kina och Mellan Östern) försåg OECD-länderna med billigt kapital.

Figur 6-10 Schematisk skiss av tillgångsinflationens drivkrafter i OECD 1980–2008



Källa: EcoWin



## 7 Tillgångsinflation, tillväxt och arbetslöshet

I perioder av tillgångsdeflation blir finansiella institut och banker sårbara. Såsom riksbanken konstaterat pekar forskning och erfarenhet på att en stark kreditexpansion tycks skapa ökad makroekonomisk störningskänslighet som bara får effekt i få fall och inte alltid<sup>110</sup>. Samtidigt kan vi notera att få fall relaterar till antalet kreditexpansioner och inte får finansiella kriser i ett historiskt perspektiv. I ett historiskt perspektiv förefaller däremot kriserna att komma oftare.

*”There are, indeed, signs that both developed and emerging economies have experienced more frequent financial market crises in recent years, which have increased consumption and employment volatility (Kose et al. 2006). Indeed, data assembled by Laeven and Valencia (2008) show that the incidence of banking crises increased in line with financial globalization worldwide and remained high throughout much of the 1990s, especially in emerging economies”*<sup>111</sup>

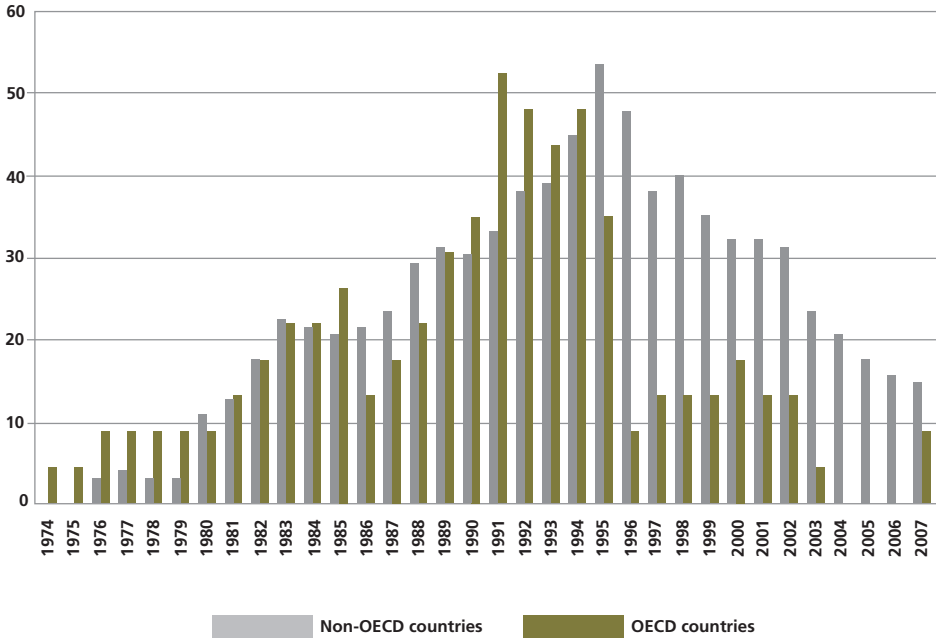
I början av 1990-talet och i samband med konjunkturavmattningen nåddes en toppnivå avseende finansiella kriser för att falla tillbaka något de följande femton åren. Den relativt milda konjunkturavmattning som snabbt återhämtade sig i början av 2000-talet ledde inte till någon större ökning av de finansiella kriserna. Dagens kraftiga och snabba avmattning kommer naturligtvis att driva upp antalet bankkriser till en nivå som är jämförbar med 1930-talet.

---

<sup>110</sup> Riksbanken (2002)

<sup>111</sup> ILO (2008) s.48

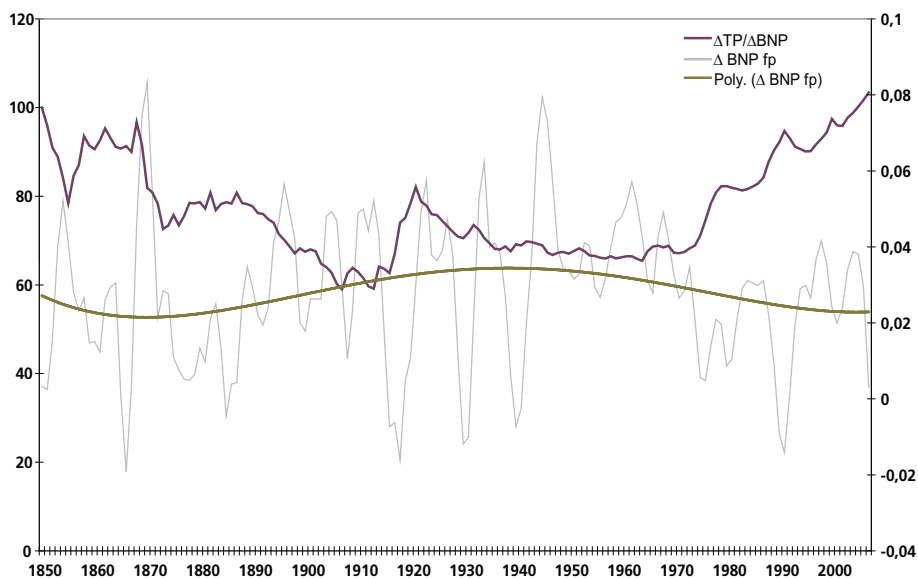
Figur 7-1 Antal bankkriser i OECD och resten av världen, 1974–2007



Källa: ILO 2008

För Sverige har svängningarna i ekonomin ökat sedan mitten av 1970-talet. Perioden 1975–2007 kan som helhet beskrivas som en period av mycket stark tillgångsinflation. Det har dock förekommit perioder med tillgångsdeflation, som i början av 1990-talet och början av 2000-talet samt nu år 2008. Perioden 1945–75 var däremot en period av stabila tillgångspriser, det vill säga de växte i takt med den reala ekonomin, och det förekom i praktiken inga perioder av stark tillgångsdeflation.

Figur 7-2 Tillgångsinflation (röd) och tillväxt (grön) i Sverige 1850–2007



Anm: Variabeln som redovisas i figuren ovan mäts som kvoten mellan den årliga procentuella förändring i tillgångspriser respektive real BNP och real. Kvoten är indexerad till 1850=100.

Källa: se bilaga 1

Tillväxten för perioden 1945–1975 var också högre än för perioden 1975–2005 och även arbetslösheten var lägre i den tidigare perioden än den senare.

Snabbt stigande tillgångspriser har inte samvarierat med hög tillväxt och låg arbetslöshet i dessa två perioder. Huruvida den samvariationen också är ett orsakssamband är en annan fråga, det vill säga om det finns en kausalitet. För det krävs det en förklarande mekanism som skulle kunna binda samman snabbt stigande tillgångspriser med lägre tillväxt och högre arbetslöshet.

Tillväxten bestäms av utvecklingen av arbetade timmar respektive produktivitetens utvecklingen. Arbetade timmar påverkas i sin tur huvudsak av utvecklingen av arbetsför befolkning, sysselsättningsgraden och medelårsarbetstiden, som naturligtvis i sin tur påverkas av en rad faktorer.

Produktivitetens utvecklingen påverkas av kapitalstockens utveckling i förhållande till arbetade timmar och teknisk utveckling, i mycket bred bemärkelse inkluderande allt från organisationsförändringar till kvalitativa förändringar i realkapitalet, även kallat totalfaktorproduktivitet (TFP). Långsiktig tillväxt

bestäms alltså av utvecklingen av arbetade timmar och produktivitsutvecklingen och det måste därmed gå att kausalt kopplad dessa två faktorer till tillgångsinflation.

En faktor som talar emot att tillgångsinflationen skulle vara huvudorsaken till den lägre tillväxttakten efter den politiska omläggningen i mitten av 1970-talet är att avmattningen i tillväxten kom redan i början av 1970, då produktivitsutvecklingen föll påtagligt i samtliga utvecklade länder. Att alla länder påverkades antyder att den underliggande orsaken är någon form av symmetrisk chock som drabbade alla lika, vilket inte tillgångsinflationen kan ha gjort i början av 1970-talet. Den symmetriska chock som oftast lyfts fram är de två oljekriserna i början av 1970-talet. Dessa var både chockartade och symmetriska då alla länder hade ett liknande beroende av olja i produktionen.

Det förefaller också som de utvecklade ekonomierna också utsattes för någon form av teknikchock i den meningen att den tekniska utvecklingen plötsligt blev långsammare (samma mängd investeringar gav mindre produktionsökning), vilket minskade produktivitsutvecklingen. Under 1990-talet har i vissa länder, såsom Sverige och USA, produktivitsutvecklingen återhämtat sig något, medan andra fortfarande upplever relativt låg produktivitsutveckling, såsom delar av Kontinentaleuropa. En förklaring som lyfts fram har sin bas i vad som benämns utvecklande av så kallad ”*general purpose technology*” som syftar på teknik som kan användas i, och som påverkar många, produktionssystem, det vill säga utvecklandet av informations och kommunikationsteknik (IKT) som ger möjligheter att förändra både produktions- och konsumtionsmönster<sup>112</sup>. Det finns relativt starka samband mellan länders utnyttjande av IKT och produktivitsutvecklingen under de senaste tio åren<sup>113</sup>

På marginalen kan dock en transmissionsmekanism mellan snabbt stigande tillgångspriser och lägre tillväxt och högre arbetslöshet kunna vara att återkommande tillgångskriser (fastighets-, finans- och börskriser) påverkar den reala ekonomin negativt genom så kallade ”balansräkningseffekter” vilket pressar ned företagets investeringar och ökar bankernas ovillighet att ställa ut krediter<sup>114</sup> samt ökad strukturarbetslöshet<sup>115</sup>.

Att en jämn utveckling av den ekonomiska tillväxten är önskvärt av en rad olika skäl framför en *bubble-bust*-ekonomi, det vill säga återkommande bubbler som sedan spricker. En *bubble-bust*-ekonomi höjer exempelvis transaktionskostnaderna i samhället genom att osäkerheten angående den ekonomiska

<sup>112</sup> Se exempelvis Robert Gordon (2000) och Smits, de Jong & van Ark (1999)

<sup>113</sup> Van Ark m.fl (2007)

<sup>114</sup> Paul Krugman(1999)

<sup>115</sup> Se exempelvis diskussionen om ökad svensk strukturarbetslöshet i spåren av 90-talskrisen



utvecklingen ökar påtagligt. Det gäller allt från perioder av högre arbetslöshet och ökade kreditrisker under ”bust”-perioden, som både löntagare och kapitalägare kommer vilja försäkra sig mot.

Det finns också kostnader för den finansiella stabiliteten där kapitalmarknaderna fungerar sämre i bust-perioden och företag som är kreditvärdiga får svårt att få tillgång till krediter. Även sociala kostnader finns i form av utslagning och att personer under bust-perioden lämnar arbetsmarknaden och sedan inte kan ta sig tillbaka.

De svenska erfarenheterna från 1990-talet tyder på att detta inslag kan vara betydande då personer som slog ut i början av 1990-talet hade svårt att konkurrera med yngre när arbetsmarknaden återhämtade sig 1998. Det finns också forskning som pekar på att när en recession väl inträffar förvärras denna kraftigt i både djup och tid om den kombineras med en finans- och fastighetskris<sup>116</sup>.

Sammantaget ger det en bild av att det finns skäl att anta, även om dessa idag inte går att kvantifiera, att tillgångsinflation har över en bubble-bust cykel har negativa effekter på den reala ekonomin.

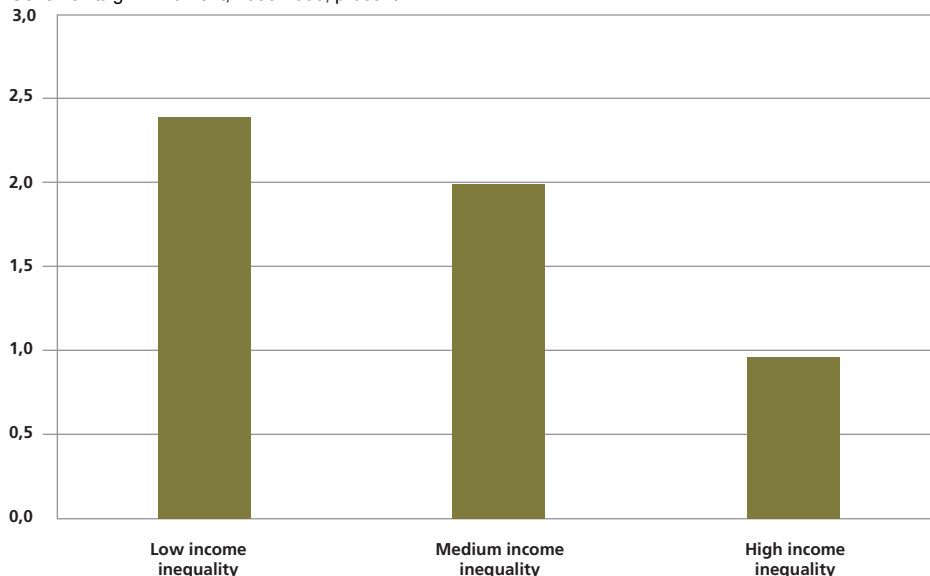
En annan aspekt på *bubble-bust* ekonomin är att den leder till ökade inkomstskillnader. Rent statistiskt finns det ett samband mellan inkomstspridning och tillväxt, vilket illustreras i figuren nedan. Länderna har här rankats efter gini-koefficient och därefter delats in i grupper, en med höga index (hög inkomstspridning), en med medelhöga index och en med låga index.

---

<sup>116</sup> Se till exempel Claessens, Kose och Terrones (2008) <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2083>

Figur 7-3 Inkomstspridning och ekonomisk tillväxt

Genomsnittlig BNP-tillväxt, 1980-2006, procent



Källa: ILO (2008)

Detta visar att länder med hög inkomstspridning som regel har haft en hög tillväxt under de senaste tre decennierna jämfört med länder med mer jämnt fördelade inkomster.

Det innebär dock inte med nödvändighet att sambandet är kausalt:

*“... there should be a negative correlation between income inequality and GDP per capita growth, a claim that might seem to be supported by cross-country empirical evidence. However, when controlling for country or regional fixed effects, more recent studies do not corroborate this result, as they find either a positive correlation (Forbes, 2000) or a correlation of which the sign depends on the level of development, suggesting that only low-income countries may experience low growth as a result of high inequality (Barro, 2000)”<sup>117</sup>*

Det är dock klart att hög inkomstspridning är starkt korrelerat med så kallade ”societal bad”, det vill säga en utkomst av ett fenomen som kan anses som en oönskad effekt på samhället. Kriminalitet, fattigdom, hög andel lågutbilda-

<sup>117</sup> ILO 2008

de, svagt social kapital, bristande sjukvård och omsorg, och så vidare är samtliga starkt korrelerade med hög inkomstspridning<sup>118</sup>.

Samtliga dessa ”societal bad” anses påverka ekonomins tillväxtpotential via olika mekanismer, som begränsar arbetskraftutbudet, exempelvis så kallade strukturarbetslöshet, eller produktivitetsutveckling, genom exempelvis utbildningsnivån.

En faktor som däremot talar för att ökad inkomstspridning tvärtom leder till ökad tillväxt, trots ökade ”societal bads”, är att snabbt stigande tillgångspriser gör det mer attraktivt att investera och att inkomsterna i högre utsträckning tillfaller de med högt sparande.

En snabb tillgångsinflation (stigande relativpriser på tillgångar) skulle därmed kunna leda till höga investeringar (stark kapacitetsutbyggnad) som motverkar de negativa tillväxteffekterna av uppkomna ”societal bad”<sup>119</sup>.

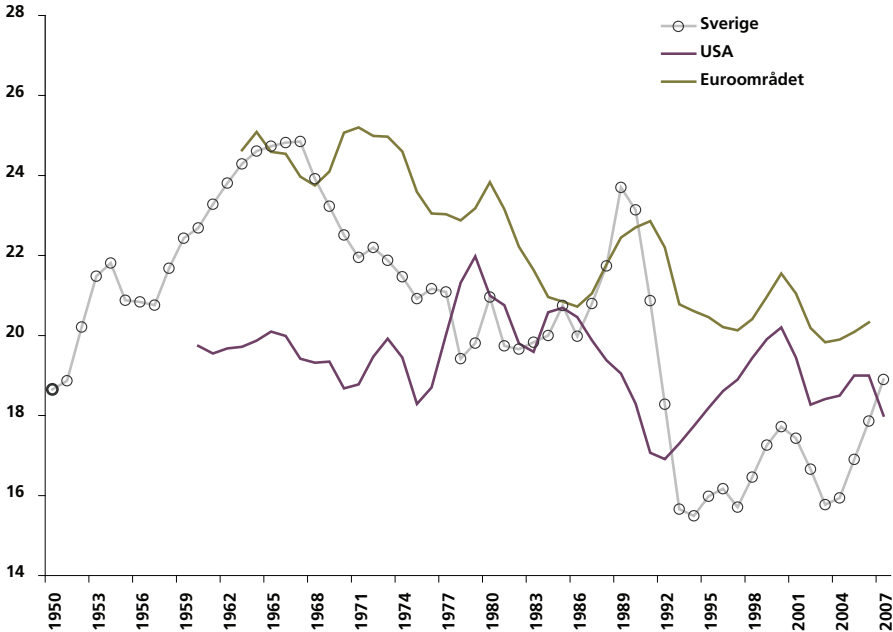
Jämför vi perioderna 1945–1975 med stabila tillgångspriser och perioden 1975–2005 med snabb tillgångsinflation så framkommer det dock att tillgångsinflationsperioden snarare karakteriserats av lägre bruttoinvesteringar än högre.

---

<sup>118</sup> För en mer övergripande diskussion kring detta se ILO (2008)

<sup>119</sup> Artur Lewis (1955)

Figur 7-4 Fasta bruttoinvesteringar, procent av BNP, löpande priser, 1950–2007



Källa: Konjunkturinstitutet och United Nations Statistics Division

Det är en klar lägre investeringsnivå för perioden 1975–2005 som genomsnitt för samtliga industriländer<sup>120</sup>. För Sverige är utvecklingen mer ryckig då fallet i investeringar återhämtade sig i slutet av 1980-talet i samband med den kraftigt överhettade ekonomin för att sedan falla desto starkare i början av 1980-talet.

Att tillväxten varit lägre under perioden 1975–2005 än 1945–1975 för de industrialiserade länderna kan därmed delvis förklaras av både mer lediga resurser, det vill säga ökande arbetslöshet, en genomsnittligt långsammare kapacitetsutbyggnad och svagare teknikutveckling. En snabbare kapacitetsutbyggnad (och indirekt teknikutveckling) har inte kommit i spåren av den kraftiga tillgångsinflationen och har därmed inte heller kunnat motverka ”societal bad” som uppkommit.

<sup>120</sup> <http://books.google.com/books?id=eQ3hzCHI-NMC&pg=PA61&dq=%22No.+67%22+IMF+savings+investment+19&lr=&ei=rcsvSfOhOom6zASV3YWoCw&hl=sv#PPA10,M1>

## 8 Framtiden? Mål för tillgångsinflation?

Det finns en rad frågor som uppkommer i spåren av den senaste finanskrisen. Hur har investeringarna i kapacitetsutbyggnad påverkats då efterfrågan på traditionella varor och tjänster utvecklats relativt svagt jämfört med efterfrågan på tillgångar, det vill säga fastigheter och finansmarknadens produkter? Är fria globala kapital- och kreditmarknader förenliga med långsiktig makroekonomisk stabilitet? Hur pass volatila ska tillgångspriser tillåtas vara innan de bedöms skada den reala ekonomin? Vilken betydelse har de ökade inkomstskillnaderna spelat för finanskrisen uppkomst när det omfördelat köpkraft från de breda konsumentgrupperna till tillgångsaktiva höginkomstgrupper?

Det är också tydligt att de allmänna jämviktsmodeller som använts av bland annat IMF, Konjunkturinstitutet med flera inte klarat av att fånga upp problematiken med de snabbt stigande tillgångspriserna och vilken effekt det kunde få när dessa började falla.

Det måste exempelvis ses otillfredsställande att IMF mycket kort före Islands näst intill bankrutt hyllade landets position som avundsvärd och att Konjunkturinstitutets testning – före krisen – av kraftigt fallande bostadspriser i USA gav så små reala effekter. För tillfället ställer dessa prognosmissar fler frågor än de ger svar.

Det är också uppenbart att kreditvärderingsinstituterna, såsom Standard and Poor's och Moody's, inte heller klarat av att värdera kreditriskerna på ett korrekt sätt, vilket återigen ställer fler frågor än det ger svar.

Utifrån detta är det angeläget att få igång en diskussion och forskning om vad som gått fel på de finansiella marknaderna och på vilket sätt det ekonomisk-politiska ramverket måste utvecklas. Inte minst dagens finansmarknaders kopplingar till den reala ekonomin behöver förstås bättre. De olika ekonomiska beräkningsmodellerna måste ses över och utvecklas. Finanskrisen är därmed inte bara en förtroendekris för finansmarknaden, utan också en förtroendekris för det befintliga ekonomisk-politiska ramverket och de ekonomiska teorier och beräkningsmodeller som det bygger på.

Finanskrisen väcker också frågor om vad som händer om inkomstomfördelningen till de tillgångsaktiva grupperna avstannar och den traditionella konsumentefterfrågan ökar snabbare än utbudet förväntat sig?

Det bör leda till ökat inflationstryck och att centralbanken stramar åt efterfrågan genom höjda räntor. Det i sin tur ökar avkastningen på kapital, men mins-

kar lönsamheten i kapacitetsutbyggnaden, vilket i sin tur ökar inkomstspredningen. Ett sådant förlopp kan leda till vad man skulle kunna kalla de låga förväntningarnas ekonomi – en svag kapacitetsutbyggnad (investeringarna) som bygger på historiska erfarenheter av efterfrågans tillväxt och en efterfråga vars expansion begränsas av den svaga kapacitetsutbyggnaden.

Det som skulle kunna lösa ut dilemmat är en oförväntad positiv utbudschock (bättre teknik) då efterfrågeexpansionen då inte skulle skapa ökat inflationstryck och på så sätt få igång en positiv spiral. Men om centralbanken bygger sin penningpolitik på historiska erfarenheter (vilket de gör) kommer centralbankerna ändå strama åt penningpolitiken och resultatet blir då istället lägre inflation och inte en återgång till 1945–1975 års arbetslöshetsnivåer, det vill säga i en beskrivning som passar relativt bra på Sverige under perioden 1995–2005.

En annan fråga är hur relationen ser ut mellan tillgångspriser och investeringar. Investeringar förväntas bero på priset på kapital och priset på redan insatt kapital (aktiepriset) som i sin tur beror på framtida avkastning (beskrivet i Tobins  $q$ ). Tillgångarnas underliggande värde beror alltså på förväntningarna på framtida avkastning<sup>121</sup>.

Med tanke på att priset på kapital (räntan) varit lägre under perioden 1995–2008 än 1945–1975 bör den svaga utvecklingen av investeringarna bero på en lägre förväntad avkastning på insatt kapital.

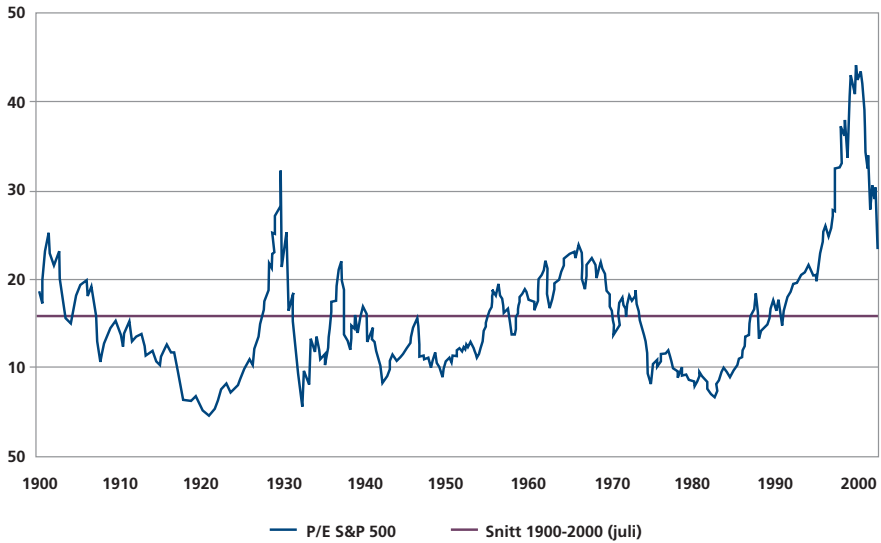
Att tillgångspriserna ändå stiger snabbt när marknadens bedömning är att avkastningen blir lägre är ologiskt, men kan förklaras av att det har varit andra faktorer än tillgångarnas kapacitet av generera avkastning som har ökat efterfrågan kraftigt, exempelvis ökad inkomstspredning, stora globala sparandeobalanser och en avreglerad finansmarknad.

Vid någon tidpunkt kommer upptäckten att placerarna inte köpt mer tillgångar (avkastning), de har bara betalt mer för samma (eller lägre) avkastning. Vid den tidpunkten kommer tillgångarna att falla kraftigt i pris och utlösa en kris. Det illustreras också av den branta ökningen av P/E-talen från 1980 till IT-kraschen i början på 2000-talet då en kraftig justering av börskurserna inträffade och sänkte P/E-talen.

---

<sup>121</sup> Tobin and Brainard 1977

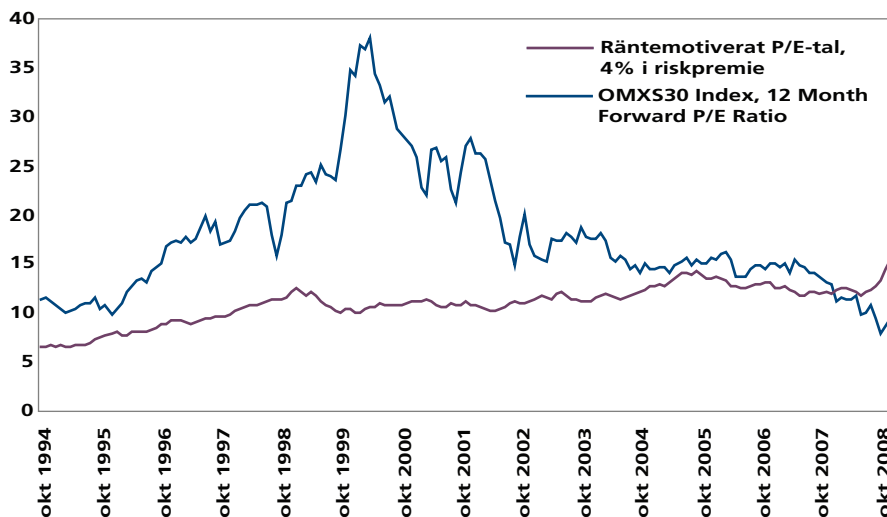
Figur 8-1 Faktiska P/E-tal S&amp;P 500 index reala termer 1900 till och med 2002



Källa: Konjunkturinstitutet

Motsvarande utveckling skedde även i Sverige där P/E-talen steg till historiskt mycket höga värden fram till början av 2000-talet. Den snabba återhämtningen av börsen som skedde mellan fram till 2007 åtföljdes också av en god vinstutveckling, vilket höll tillbaka P/E-talen. Efter 2007 har börsen fallit kraftigt och P/E-talen ligger idag relativt lågt i Sverige.

Figur 8-2 Stockholmsbörsen OMXS 30 index P/E-tal och räntemotiverat P/E-tal



Källa: *Finansanalys.se*<sup>122</sup>

Den reala ekonomins återhämtning efter IT-kraschen i början av 2000-talet blev dock relativt snabb i hela världen, vilket både en fortsatt kreditexpansion och fallande realräntor bidrog till. Krisen var också isolerad till börsen och fick mindre effekter på fastigheter och finansmarknad. Börsutvecklingen efter IT-kraschen har varit mer dämpad och kapitalet förefaller ha sökt sig till fastighetsmarknaden via räntemarknaden, eller de så kallade fixed income-produkterna. Dagens kris är därmed en kombinerad fastighets-, bank- och börs-kris och som tidigare konstaterats har dessa historiskt blivit relativt utdragna.

Men även om många frågor idag inte har tillfredställande svar är det svårt att identifiera några positiva effekter av kraftig tillgångsinflation, men däremot är det relativt enkelt att identifiera stora negativa effekter både på den finansiella och realekonomiska stabiliteten och negativa socioekonomiska effekter via ökad inkomstspridning som kan påverka den långsiktiga tillväxtpotentialen.

Trots att många frågor i huvudsak är obesvarade talar ändå mycket för att det övergripande målet för den ekonomiska politiken inte enbart ska vara prisstabilitet på flödet av varor och tjänster, i Sverige tolkat som 2 procents årlig ökning av KPI med en tillåten avvikelse på 1 procent, utan även prisstabilitet på tillgångar.

<sup>122</sup> <http://www.finanstidningen.biz/index.php/finansartiklar/bors-och-marknad/34-bors-och-marknad/74-historisk-vardering-omxs30>



Den exakta målformuleringen för prisstabilitet på tillgångar bör i likhet med inflationsnormen formuleras i relation till olika hänsyn, men bör utgå ifrån den reala ekonomins tillväxt.

De instrument som framstår som mest lämpliga att hantera tillgångsinflationen är inte penningpolitiken, som är ett mycket trubbigt instrument och som syftar till att dämpa efterfrågan i hela ekonomin, utan istället riktade instrument på drivkrafterna för tillgångsinflationen.

Vid sidan av räntan framstår kreditexpansion och en obalanserad inkomstutveckling som de viktigaste drivkrafterna för tillgångsinflation, det vill säga faktorer som kan påverkas av diskretionär skatte- och kreditregleringspolitik.

Det är naturligtvis möjligt att även delegera ansvaret för tillgångsinflationen till en oberoende myndighet när det gäller den diskretionära kreditregleringen, men troligtvis betydligt mer komplicerat och tveksamt när det gäller att använda skattepolitiken för att balansera inkomstutveckling mellan tillgångsaktiva grupper och breda konsumentgrupper.

Att penningpolitiken har svårt att förhindra uppkomsten av en ”bubble-bust” ekonomi är också något riksbanken är medveten om.

*”Penningpolitiken är vare sig ett effektivt verktyg för att förebygga finansiella kriser eller för att lösa krisen när den väl har brutit ut. Men penningpolitiken fyller en viktig kompletterande funktion genom att mildra de realekonomiska effekterna av den finansiella krisen”*<sup>123</sup>

Finansskriser kan uppfattas som mycket ovanliga fenomen, men som visat av ILO:s sammanställning har de varit relativt vanliga sedan 1970-talet och IMF identifierar 124 bankkriser från 1970 till 2007<sup>124</sup>.

Det behövs därför nya instrument för att förhindra återkommande finans- och fastighetskriser, men dessa kan sannolikt inte lösas med hjälp av rigid reglering i form av exempelvis ökade kapitaltäckningskrav på bankerna. För det första riskerar sådan reglering att tvingas bli mycket kraftfull för att förhindra tillgångsinflation, kanske till den punkt där det alltid är ont om krediter, och därmed också få negativa effekter på den reala ekonomin.

För det andra fokuserar de flesta av regleringsåtgärderna på den finansiella sektorn, men även om det är den som kollapsat, är det inte enbart regleringen i den finansiella sektorn som brutit, utan problemet är ett stabiliseringsproblem

<sup>123</sup> Lars Nyberg, vice riksbankschef. Dagens industri 28/11-08

<sup>124</sup> Laeven och Valencia, (2008)

där tillgångsinflationen tillåtits skena iväg samtidigt som konsumentinflationen noggrant stabiliserats.

Det är denna obalans som är det grundläggande problemet och det kan inte enbart lösas med reglering av den finansiella sektorn. En rimlig slutsats är därmed att fokusera på problemet, tillgångsinflationen, och att definiera ett tydligt mål för tillåten tillgångsinflation. Måluppfyllelsen kan garanteras genom förslagsvis diskretionär skatte- och kreditregleringspolitik.

För det första kommer en period av kraftig tillgångsdeflation när bubblan brister, låg tillväxt och hög arbetslöshet när både hushåll och företag konsoliderar sina balansräkningar, det vill säga i praktiken försöker bli av med skulder. Det innebär att den offentliga balansräkningen försämras, mindre inkomster och mer utgifter.

I länder med starka automatiska stabilisatorer kommer försämringen att bli extra påtaglig, med vinsten att krisen också blir mildare. Dock indikerar historiska erfarenheter att vi endast står i början av en lång period av nedgång.

*”The episodes of credit crunches and housing busts are often long and deep. For example, a credit crunch episode typically lasts two and a half years and is associated with nearly a 20 percent decline in real credit. A housing bust tends to last even longer: four and a half years with a 30 percent fall in real house prices. And an equity price bust lasts some 10 quarters and when it is over, the real value of equities has dropped to half. ... One of the key questions surrounding the current financial crisis is whether recessions associated with crunches and busts are worse than other recessions. Here, the international evidence is clear: these types of recessions are not just slightly longer on average, but also have much larger output losses than others. In particular, although recessions accompanied with severe credit crunches or house price busts last only a quarter longer, they have typically result in output losses two to three times greater than recessions without such financial stresses.”<sup>125</sup>*

Nyligen genomförd studie pekar också på att när tillgångsmarknader kollapsar blir nedgången djup och långvarig.<sup>126</sup> I denna studie som byggde på erfarenheterna från en rad kriser så föll huspriserna i genomsnitt med 35 procent över sex år, aktier föll med 55 procent i tre och ett halvt år, arbetslösheten steg med 7 procentenheter och det tog fyra år innan arbetsmarknaden återhämtade sig.

---

<sup>125</sup> Claessens, Kose och Terrones (2008)

<sup>126</sup> Reinhart and Rogoff (2009a).

För det andra är det rimligt att förvänta sig givet det historiska mönstret att den extremt långa perioden av tillgångsinflation kommer att följas först av en period av tillgångsdeflation och sedan relativt stabila tillgångspriser.

Det kommer också troligtvis att ta lång tid för börsen att återkomma till all-time-high. För New York börsen tog det ända till mitten av 1950-talet att återkomma till all-time-high som gällt före krisen som startade 1929<sup>127</sup>. Det förhindrar inte att när botten nås kommer det komma en rekyl, då marknaden i svängningar alltid skjuter över målet.

Stabila tillgångspriser uppstår dock inte av sig självt. Den tillgångsstabila perioden 1945–1975 var ett tydligt resultat av erfarenheterna av 1930-talskrisen och där politiken ändrade inriktning, både avseende det internationella ramverket som slutligen manifesterade sig i Bretton Woods-systemet och att den nationella politiken i samtliga industrialiserade länder inriktades mer eller mindre på keynesiansk politik i kombination med en utbyggd offentlig sektor och stigande skattekvot som minskade inkomstskillnaderna och skapade en balans mellan konsument- och tillgångsinflationen.

Bibehålls nuvarande makroekonomiska ramverk och den nationella politiken, med en ensidig fokusering på konsumentinflation och med en finanspolitik som avsiktligt, eller oavsiktligt, leder till kraftiga ökning av tillgångsaktiva grupper inkomster och med befintlig reglering av finansmarknaderna kommer det förr eller senare leda till en ny spiral av tillgångsinflation och kreditexpansion samt en ny omgång av finansiella kriser.

En återgång till politiken 1945–1975, som också hamnade i obalans, framstår inte som det effektivaste sättet att förhindra nya kriser. I stället framstår det som att inom ramen för nuvarande system sätta ett mål för tillgångsinflationen – och säkra nödvändiga instrument för trovärdig implementering – som ett intressant alternativ för att skapa en balanserad ekonomisk utveckling.

Ett inflationsmål för tillgångspriser skulle behöva kombineras med utvecklandet av en ny internationell kredit- och valutaregim som effektivt kan förhindra stora globala sparande obalanser och en allt för kraftig kreditexpansion som ökar ekonomins sårbarhet.

---

<sup>127</sup> Bernstien (1987)



## Referenser

- Aghevli, B. B., Jim Boughton, PJ Montiel, D. Villanueva, and G. Woglom (1990) "The Role of National Saving in the World Economy: Recent Trends and Prospects"
- Ball, Laurence, and Robert Moffitt, (2001), "Productivity Growth and the Phillips Curve," *NBER Working Paper*, nr 8421 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Bank of International Settlements, BIS (2005) *Annual report 2005*. Basel
- Barsky, R.B. och Kilian, L. (2000) *A Monetary Explanation of the Great Stagflation of the 1970s*. University of Michigan
- Bernstien, M.A. (1987) *The Great Depression: Delayed Recovery and Economic Change in America, 1929-1939*: Cambridge University Press
- Boksjö, A. och Andersson, M (1994) "Svenska finanskriser – Orsaker förlopp, åtgärder och konsekvenser". *Ekonomisk historia, Uppsala Universitet*, rapport nummer 2, 1994.
- Bruno, M. och Sachs, J. (1985). *Economics of Worldwide Stagflation*. Cambridge: Harvard University Press.
- Buiter, Willem H., (2000), "Monetary Misconceptions," *CEPR Discussion Paper No. 2365* (London: Centre for Economic Policy Research).
- Bäckström, U (1998) "Finansiella kriser – svenska erfarenheter". *Ekonomisk Debatt*, nr. 1/1998
- Cameron, R. och Neal, L (2003). *A Concise Economic History of the World: From Paleolithic Times to the Present*
- Carr, J.H. och Kolluri, L (2001) "Predatory Lending: An overview". Fannie May Foundation, 2001.
- Claessens, S., Kose, M.J. och Terrones, M. (2008) "What Happens During Recessions, Crunches and Busts?" kommande IMF Working Paper.
- Cohn, R. (1979) "Inflation, rational valuation and the Market". *Financial Analysts Journal*, mars/april 1979
- Criscuolo, C. (2005), "The Contribution of Foreign Affiliates to Productivity Growth: Evidence from OECD Countries", *Yearbook on Productivity 2005*, Statistics Sweden.
- Dillard, D. (1967) *Västeuropas och Förenta staternas ekonomiska historia*.

- The Economic Policy Institute, EPI (2006) *The State of Working America 2006/2007*
- Federal Reserve Bank of New York, FED (2008) "What Drives Housing Prices?". Rapport nr. 345, september 2008.
- Feyzioglu, Tarhan, and Luke Willard, (2006), "Does Inflation in China Affect the United States and Japan?" *IMF Working Paper* 06/36 (Washington: International Monetary Fund).
- Fisher, Richard W., (2006), "Coping with Globalization's Impact on Monetary Policy," remarks for the National Association for Business Economics Panel Discussion at the 2006 Allied Social Science
- Fräbldorf, A., Grabka, M.M. och Schwarze, J. (2008) "The impact of household capital income on income inequality: A factor decomposition analysis for Great Britain, Germany and the USA". *ECINEQ WP* nr. 89/2008
- Greenspan, Alan, (2005), "Economic Outlook," testimony before the Joint Economic Committee, U.S. Congress, November 3.
- Gordon, Robert, (2000) "Interpreting the One Big Wave in US long-term productivity growth", NBER Working Paper No. W7752
- Himmelberg, C., Mayer, C. och Sinai, T. (2005) "Assessing House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions". *Journal of Economic Perspectives*, nr. 4/2005
- Hochman, S. och Palmon, O. (1985) "The Impact of Inflation on the Aggregate Debt-Asset Ratio". *Journal of Finance*, nr 40, september 1985
- IMF (1993) *World Economic Outlook 1993*
- IMF (2006) *World Economic Outlook April 2006: Globalization and inflation*.
- IMF (2008) *Global Financial Stability Report*, oktober 2008
- International Labour Organization, ILO (2008) *World of Work Report 2008: Income Inequalities in the Age of Financial Globalization*
- ITPS (2008) *Näringslivets tillstånd 2008*, rapport A2008:012
- Jaffe, J.F. (1978) "A Note on Taxation and Investment". *Journal of Finance*, nr 33, december 1978
- Kamin, Steven B., Mario Marazzi, and J. W. Schindler, 2004, "Is China 'Exporting Deflation'?" *International Finance Discussion Papers* No. 791 (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System).
- Konjunkturinstitutet, KI (2005) *Konjunkturläget mars 2005*

- Konjunkturinstitutet, KI (2008) *Konjunkturläget januari 2008*
- Krugman, Paul (1999) Balance sheets, the transfer problem, and financial crises.
- Laeven, L. och Valencia, F. (2008) "Systemic Banking Crises: A New Database", *IMF WP/08/224*
- Magnusson, L. (2000) "Den svenska arbetslösheten i ett längre perspektiv". *Ekonomisk Debatt*, årgång 28, nr. 1.
- McGratten, E.R. och Prescott, E.C. (2003) "Average Debt and Equity Returns: Puzzling?" *American Economic Review*, nr 2, maj 2003
- Miller, M.H. (1977) "Debt and taxes", *Journal of Finance*, nr. 32, maj 1977
- Modigliani, F. (1982) "Debt, Dividend Policy, Taxes, Inflation and Market Valuation". *Journal of Finance*, nr. 37, maj 1982
- Nozick, Robert. (1974) *Anarki, Stat och Utopi*. Timbro
- OECD 2001. *The World Economy – A Millennial Perspective* (av Angus Maddison)
- Reinhart and Rogoff (2009a). "The Aftermath of Financial Crises," (with Kenneth S. Rogoff), *American Economic Review*, forthcoming, May 2009.
- Riksbanken (2002) *Finansiell stabilitet 2/2002*
- Riksbanken (2006) *Penning- och valutapolitik 2/2006*
- Riksbanken (2008) *Finansiell stabilitet 1/2008*
- Rondo, C. och Neal, L. (2006). *Världens ekonomiska historia: Från urtid till nutid*.
- SCB (2007a) "Ökade inkomstskillnader sedan 1981", *tidskriften Välfärd*, nr. 1/2007
- SCB (2007b) "Tio indikatorer om ekonomisk välfärd", *tidskriften Välfärd*, nr. 3/2007
- SCB (2008) "Rekordstor ökning av hushållens inkomster", pressmeddelande 2008-10-23, [http://www.scb.se/templates/pressinfo\\_\\_\\_249763.asp](http://www.scb.se/templates/pressinfo___249763.asp)
- Smits, de Jong & van Ark (1999), "Three phases of dutch economic growth and technological change 1815-1997"
- Scocco, Sandro, (2007) *Sveriges Konkurrenskraft – att förstå och mäta nationell konkurrenskraft*. ITPS 2007

- Stiglitz, Joseph. E. (2002) *Globalisation and its discontents*, W.W Norton & Company, New York
- Tobin, James and Brainard, William C. 1977. *Asset Markets and the Cost of Capital*. Published Economic Progress, Private Values and Public Policy, Essays In Honor of William Fellner, North-Holland
- Tsatsaronis, K och Zhu, H. (2004) "What drives housing price dynamics: cross-country evidence". *BIS Quarterly Review*, mars 2004
- Waldenström, Daniel. (2007) *Svenska aktiekurser, aktieavkastningar och obligationsräntor 1856–2006*. Institutet för Näringslivsforskning
- Van Ark, B., O'Mahony, M. och Ypma, G. (2007), *The EU KLEMS Productivity Report*, nr 1, mars 2007
- Åberg, Rune. 2003. "Unemployment persistency, over-education and the employment chances of the less educated." *European Sociological Review*, 19: 199-216.



## Appendix 1

### Data

Skattningar av Sveriges bruttonationalprodukt (BNP) finns officiellt publicerade av Statistiska Centralbyrån (SCB), Nationalräkenskaper (NR) från 1950 till idag. Uppgifter för tiden före 1950 finns i de historiska nationalräkenskaperna (HNR). De senast uppdaterade uppgifterna finns publicerad av Olle Krantz och Lennart Schön från år 2007, se detaljer över källorna i tabell 1-1 samt metodavsnitt.

Data på tillgångspriser har samlats in från flera olika källor. Tillgångspriser på fastigheter har hämtats från SCB från tiden efter 1975, och från Bo Sandelins avhandling från 1952–1975. För tiden 1850–1952 har två olika prisserier samlats in. Den första prisserien baseras på tillverkningspriser för fastigheter (byggprisindex) hämtad från Krantz och Schön (2007). Den andra prisserien baseras på fastighetsstockens värdetillväxt justerat för volymökningen. Fastighetsstockens värde har beräknats på att baseras brandförsäkringsvärden och nationalförmögenhetsberäkningar. Brandförsäkringsvärden har hämtad från försäkringsbolag verksamma i Sverige publicerade i Försäkringsföreningens tidskrift, årligen 1878–1920 och därefter Svensk försäkrings årsbok, samt SCB, Industri 1949–1978. Nationalförmögenhetsberäkningarna har hämtats in från uppgifter publicerade av SCB (1992), Karl Englund 1952 och Pontus Fahlbeck (1890). Fastighetsstockens volym har beräknats på basis av investeringsserier hämtade från Krantz och Schön (2007).

Tillgångspriser för aktier har hämtats från Affärsvärlden 2008–2006, Riksbanken, historisk monetär statistik 2006–1906 (huvudsakligen AFGX-index). Det saknas ett officiellt generalindex för de första 50 åren av Stockholmsbörsens historia. För att trots det fånga upp hur priset på aktier har förändrats har ett index beräknats för de största svenska industriföretagen under perioden 1850–1906, baserat på Torsten Gårdlund. I Gårdlunds serier finns bara det samlade aktievärdet, varför volymökningen måste justeras för att den sammanvägda prisutvecklingen ska kunna erhållas. Till hjälp för volymberäkningen har investeringsserier för industrin hämtats från Krantz och Schön, se tabell 1-1 och metodavsnitt nedan.

Tabell 1-1 Variabler och källor

Variabel	Tidsperiod	Källa
BNP	2008-2005	SCB, BNP/Kvartal 2008:2.
	2005-1950	SCB, Nationalräkenskaper 1993-2005, NR 10 SM 0701
	1950-1850	Krantz O. Schön, L. (2007) Swedish Historical National Accounts 1800-2000, Lund Studies in economic history 41.
Tillgångspris (TP)		
TP; Fastigheter	2008-1975	SCB, BO41 Fastighetsprisstatistik, kompletterad med mäklarstatistik.
	1975-1952	Sandelin, B. (1977) Prisutvecklingen och kapitalvinster på bostadsfastigheter
	A 1952-1850	Krantz O. Schön, L. (2007) Swedish Historical National Accounts 1800-2000, Lund Studies in economic history 41. *
	B 1952-1850	Svensk försäkrings årsbok, 1920-1952; Svenska försäkringsföreningens tidskrift 1878-1920; SCB, industri 1949-1980 SCB, Nationalräkenskaper 1993-2005, NR 10 SM 0701 Nationalförmögenhet 1980-1995, Englund, K. Försök till uppskattning av Sveriges Nationalförmögenhet omkring år 1952, Statistisk tidskrift årg. 5, 1956.  Fahlbeck, P. Bidrag till svensk statskunskap, Sveriges nationalförmögenhet: dess storlek och tillväxt Stockholm : Norstedt, 1890
TP; Aktier	2008-2006	Affärsvärlden; AFGX-index
	2006-1906	Sveriges Riksbank, Historisk Monetär Statistik: <a href="http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=26806">http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=26806</a>
	1906-1850	Gårdlund, T. (1947) Svensk industrifinansiering 1830-1913. Krantz O. Schön, L. (2007) Swedish Historical National Accounts 1800-2000, Lund Studies in economic history 41. *
Bankinlåning (M3-M0)	1890-2007	Sveriges Riksbank, Historisk Monetär Statistik: <a href="http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=26804">http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=26804</a>
Bankutlåning	1890-1924	Sveriges Riksbank, Bankens tillkomst och verksamhet 1668-1924, band V, Stockholm, Kungl. Boktryckeriet, P.A. Norstedt & Söner 1931.

## Metod

För att erhålla en konsistent serie över BNP från 1850 till 2008, har uppgifterna från SCB, NR länkats bakåt med hjälp av HNR. Länkningen har skett vid år 1950. Valet av år påverkar lite när NR och HNR utvecklas i samma takt under perioden 1950-2000.

Beräkningen av tillgångspriser även den utgått från principen att länka de moderna serierna bakåt med historiska serier av högsta möjliga kvalitet. Priserna på fastigheter har på grund av svårigheterna att finna goda jämförbara serier bakåt baserats på två helt oberoende datakällor. Dels har byggprisindex används som indikator. Problemet med att använda byggprisindex är att exempelvis löneinflation och inflation på insatsvaror ger en mycket större effekt på byggpriserna än på fastighetspriserna. För att överkomma den bristande validiteten har en beräkning används som utgår från värdet av fastighetsstocken, justerat för volymökningen. Värdet av fastigheter kan erhållas genom att brandförsäkringssummor används. Det ger oberoende bedömning av återanskaffningsvärdet av en fastighet. Eftersom det krävs en försäkring för att låna, men kanske framförallt för att det historiskt var en skyldighet enligt lag att brandförsäkra, ger den en mycket god täckning av fastighetsbeståndet. Ett problem med brandförsäkringen är att den även omfattar andra former av tillgångar som maskiner i industrin och lösöre i hushållen. För att kontrollera för dessa tillgångslag används nationalförmögenhetsberäkningarna som delar upp brandförsäkringarna på olika poster. För att erhålla prisutvecklingen (PRI) för fastigheter måste volymtillväxten (VOL) räknas av från värdetillväxten (VÄR);  $[\Delta PRI = \Delta VÄR - \Delta VOL]$ . Volymtillväxten är beräknad på basis av reala förändringar i fastighetsstocken. Den reala fastighetsstocken har skattats med hjälp av ackumulerade investeringar i fasta priser, justerat för livslängd, dvs. Perpetual Inventory Method (PIM), se OECD (2001) Measuring Capital. För att pröva känsligheten i utfallet av de två respektive prismåtten, har de båda används i slutversionen av figuren över tillgångspriser och BNP. Resultatet som presenteras i figuren blir den samma bortsett från att prisuppgången 1914-1922 blir större när byggpriser används. Eftersom fastighetspriser har högs validitet för undersökningen används det i den aktuella figuren över tillgångspriser och BNP.

Beräkningen av aktiernas prisutveckling har länkats bakåt från affärsvärldens generalindex (AFGX). För tiden 1850-1906 saknas ett officiellt index, varför ett helt nytt index har beräknats på basis av de drygt 30 största industriaktiebolagen. För att erhålla ett motsvarande kursindex har värdeökningen (som beror på att fler och växande bolag) justerats med volymförändringar i den reala ka-

pitalstocken. Kapitalstocken har beräknats enligt PIM metoden på basis av industrins investeringar hämtade från Krantz och Schön.

För att väga samma tillgångspriser till ett enhetligt index har aktierna respektive fastigheterna tillgångsvärde används som vikter. Indexet är konstruerat som ett kedjeindex. Slutligen har förhållandet mellan priser och inkomster beräknats som kvoten mellan den årliga procentuella förändring i tillgångspriser respektive real BNP och real. Kvoten är indexerad till 1850=100.