

FINANSKRISENS PARADOXER

ERIK DAHMÉN

Paradoxalt nog lades grunderna till den värsta finansiella krisen på sjuttio år just då den finansvetenskapliga teorin utvecklades i imponerande takt. Samtidigt introducerades tekniskt förnämliga, datorbaserade system för snabb information och kommunikation. Erik Dahmén uppmärksammar i denna artikel de mest lärorika inslagen i 80-talets förlopp.

I en artikel i Svensk Tidskrift 1991:2, Man kunde ha lärt av historien, hävdade jag att de historiska parallellerna till den aktuella krisen kunde ha tjänat som varnande exempel men tydligen inte gjorde det. I den här artikeln uppmärksammas de lärorika inslagen i 1980-talets förlopp. Däremot beskrivs inte krisen. Dess förlopp är ju välkänt, rättare sagt ökänt, och erbjuder inga stora överraskningar när man med hjälp av ett visst mått av efterklokhet förstått de väsentliga orsakerna. I stället aktualiseras några till synes paradoxala förhållanden. Men kanske är de inga paradoxer och just därför särskilt väl värda att lägga på minnet.

I publiciteten kring krisen har uppmärksamheten koncentrerats till det lätt

urskiljbara. Därför har fastighets- och finansmarknaderna kommit i centrum. Förvisso har de varit en krishärd. Däremot inte industrin. Där hade högkonjunkturen inte föranlett många misslyckade investeringar. Inte heller var det någon kostnadskris eller strukturkris liknande 1970-talets som utlöste och sedan drev på nedgången. Utan en kris på fastighets- och finansmarknaderna skulle det inte ha blivit en så djup lågkonjunktur som nu.

Krishärdens betydelse är emellertid en sak, hur den uppkommit en helt annan. Ansvar är en tredje. Vissa inslag var egentillverkade i den meningen att de inte var en i det närmaste oundviklig följd av det samhällsekonomiska förloppet. Till den delen hade de motsvarigheter i flera andra länder. I övrigt var krishärden ett resultat av ett invecklat samspel mellan många förlopp, i vilka den ekonomiska politiken spelade stor,

ERIK DAHMÉN är professor i nationalekonomi med ekonomisk och social historia.

i vissa fall avgörande, roll. Till den delen var motsvarigheterna färre.

Det samhällsekonomiska förloppet

I Sverige startade 1981 och 1982 års devalveringar de förlopp som slutade med den nuvarande krisen. De innebar en undervärdering av kronan, som ökade som följd av US-dollarns särskilda stegring. Tillsammans med en internationell konjunkturuppgång, som gav exporten en extra skjuts, blev det stort inflöde av pengar till industrin och den finansiella sektorn. Detta ökade ytterligare genom att stora statliga budgetunderskott fram till 1985 finansierades utomlands. Under dessa år hände mycket som med tanke på devalveringarnas syfte inte borde ha hänt. Därutöver bäddades för de vådliga förloppen under de tre sista åren av 80-talet. Men att vi sedan ramlade ur sängen berodde förstås inte bara på bädden.

Det blev ett betydande pris- och kostnadstryck uppåt, inte endast vid gränserna genom fördyrad import utan även inom landet. Lönehöjningarna blev stora och de höga marginalskatterna utlöste krav på fortsatta höjningar. Dessa kunde till stor del genomdrivas, särskilt som industrin mötte skärpt konkurrens om arbetskraften från den växande offentliga sektorn och en livlig byggnadsverksamhet. I synnerhet som penningvärdet

hade halverats på mindre än tio år och de många devalveringarna skapat misstro till växelkurspolitiken, räknade man både i Sverige och utomlands med fortsatt betydande svensk inflation.

Mot den slutsatsen talade inte det som hände i industrin. Den ökade konkurrenskraften gick förlorad på mindre än fem år och den förstärkning av utvecklingskraften som skulle ha behövts för att skapa en stark och av lån i utlandet oberoende samhällsekonomi uteblev. Inte heller i den ekonomiska politiken var det mycket som motiverade någon annan slutsats. Visserligen minskade budgetunderskotten kring mitten av 80-talet och det blev vid dess slut små överskott. Inkomsterna flödade så rikligt att man inte hann med att besluta tillräckligt många och stora utgifter. Men utgifterna hann snart ikapp inkomsterna. Vid övergången till 90-talet blev det åter stora underskott. Arbetsmarknaden förblev hela tiden inflationistisk. Reallönerna steg inte mycket. Efter skatt var de vid 80-talets slut obetydligt högre än vid dess början. Trots detta ökade hushållens konsumtion och investeringar under 80-talets senare hälft i ovanligt snabb takt. Till bilden hör att sedan 70-talets mitt har det svenska folkhushållet skaffat sig en skuld till utlandet som vida överstiger tillgångarna där – utan motsvarande kapitalbildning inom Sverige.

En bedömning av hur detta samhälls-ekonomiska förlopp påverkade den finansiella sektorn i dess samspel med fastighetsmarknaderna och av hur det som där hände i sin tur återverkade på samhällsekonomin underlättas om man först går igenom den finansiella sektorns *utbudssida* och sedan ser vilken *efterfrågan* utbudet mötte.

Kreditutbudet

De etablerade kreditinstitutens möjligheter att öka utlåningen till näringslivet var snävt begränsade av Riksbanken, som dessutom reglerade utlåningsräntorna. Detta hade skapat vad som officiellt kallades irreguljära, inofficiellt "grå", finansmarknader. De aktörer som redan fanns där ökade från början av 80-talet sin rörelse och nya aktörer tillkom, o m företag i industri och handel. På så sätt togs en hel del av tillskotten av likvida medel omhand utanför bank-systemet. Då det var nu som den revolutionerande nya kommunikations- och informationstekniken slog igenom på bred front, aktiverades alla marknader ytterligare, så mycket mer som det, underlättat av de nya tekniska förutsättningar, tillkom ett stort antal nya finansieringsinstrument och placeringsobjekt, ett nytt "instrumentarium".

1985 slopades både det s k utlåningstaket och ränteregleringen. Det stora tillflödet av likvida medel och de grå

marknaderna gjorde att dessa regleringar ännu mindre än tidigare kunde fylla sin tilltänkta uppgift. Bankerna försökte nu återerövra marknadsandelar. Konkurrensen blev hård på område efter område. I fackpressen lades största vikt vid hur det i denna nya situation gick från år till år med bankernas marknadsandelar och rörelseresultat och vid hur kapitalförvaltare lyckades med sina placeringar med hänsyn till utvecklingen på olika marknader. Att detta inte var ägnat att få de ansvariga att sätta kreditgivningens kvalitet och kapitalplaceringarnas resultat på lång sikt i första rummet är inte förvånande.

Någon nämnvärd del av utbudstrycket lättades inte genom kreditgivning och placeringar utomlands. Under större delen av 80-talet hindrades detta av valuta-regleringar och när dessa stegvis togs bort, kunde man tjäna på att låna utomlands för utlåning till företag och andra i Sverige som ville investera här eller, i vissa fall, utomlands. Denna möjlighet utnyttjades framför allt av banker. Men också av andra. Detta välkomnades av staten som vid det laget bestämt sig för att inte låna utomlands men behövde tillskott till valutaservisen. Att den svenska räntenivån trots det stora kreditutbudet förblev relativt hög sammanhängde bla med att Riksbanken ville att andra än staten genom upplåning utomlands skulle svara för sådana tillskott.

Men det berodde också på att man inom och utanför Sverige inte ändrat sin syn på inflationen och kronkursen. Miss-tron till växelkurspolitiken ledde vid flera tillfällen till valutautflöden som Riksbanken försökte hejda med hjälp av extra räntehöjningar. Men ränte-utvecklingen berodde naturligtvis också på vad som hände på efterfrågesidan.

Utbudet skapade efterfrågan?

Hur kunde det accelererande kredit-utbudet, trots till höga höjder stigande räntor, mötas av motsvarande efterfrågan? Svar som innehåller de viktigaste orsakerna kan förberedas genom en beskrivning av hur utbudet som sådant påverkade efterfrågan. Detta fordrar en karakteristik av kreditgivningens i den skärpta konkurrensen om kunder.

De ärenden som gällde stora belopp behandlades vanligen i flera led och man hade en slags beslutshierarki som ibland kunde leda till att ett gammalt tänkespråk, "ansvar mår inte väl av att delas", aktualiserades. Det var under den tidspress som anhopningen av ärenden och konkurrensen om lånekunder betydde inte lätt att i tid få till stånd en annantingens ordning. Att stora belopp, kanske delvis just därför, slussades till låntagare via finansbolagen gjorde inte kreditprövningen pålitligare. Man hade där i de flesta fall varken erfarenheter eller sinne för reell kreditprövning och det var ofta

just genom att inte vara så noga med bedömningen av låntagarnas kreditvärdighet och av riskerna som man lyckades hålla sig kvar på marknaderna ända till den stundande, men inte ens av den insynsberättigade Finansinspektionen väntade, domedagen. Soliditeten kunde på pappret se god ut även i Finansinspektionens ögon men var i verkligheten alltför svag för att klara det som på fastighetsmarknaderna efter några år gjorde många stora krediter nödlidande och egna placeringar mer eller mindre värdelösa.

Även på de håll inom bankerna där de stora mängderna små och medelstora kreditärenden aktualiserades saknade många av de närmast ansvariga erfarenheter och få hade upplevt svåra lågkonjukturer. De blev i många fall kreditförsäljare mer än kreditprövare. Riskgradering blev inte vanlig som medel att gallra bland creditsökande. Uppgiften försvårades av att den sk Upplýsningscentralen, som ägdes av bankerna, och andra kreditupplysningsföretag, inte hade laglig rätt att registrera en persons krediter eller ens förfrågningar om denne. Det var först när betalningsanmärkning kom som registreringar fick göras och nya kreditgivare kunde varnas. Men då var det ofta för sent.

Ett första frågetecken

En tankeväckande fråga är om de tekniskt förnämliga, datorbaserade syste-

men för snabb information och kommunikation hade betydelse för kreditgivningens kvalitet. De sköttes av banker, finansbolag, fondkommissionärer och andra, som samtidigt kunde vara förmedlare, givare och tagare av kredit. Detta betydde en utvidgning och diversifiering av marknaderna samtidigt som kreditförmedlingen och handeln med en mängd olika värdepapper effektiviserades tack vare en mer omfattande och snabbare tillgänglig information om aktuella utbuds- och efterfrågeförhållanden och deras tendenser, om räntor och andra marknadssignaler. Men nog verkar det paradoxalt att just under denna tid gick det mesta mer galet i den finansiella sektorn än på sjuttio år. Kan det möjligen vara så att detta till någon del berodde på att informationen ifråga alltför ofta inte var den viktigaste? Räntor och löptider tenderade att bli desamma för samma slags värdepapper, tämligen oberoende av vem som ställt ut dem. Emittenternas kreditvärdighet blev sällan bedömd som vid vanlig kreditprövning och de som tekniskt skötte marknaderna varken avkrävdes eller gav garantier.

Lägger man samman vad som hände med kreditprövningen i banker och finansbolag och de nya värdepappersmarknadernas egenskaper, blir följande beskrivning en karikatyr med det mått av sanning som gör den förlåtlig: Alla

kunde nu bättre förutse, och snabbt anpassa sig till, rörelserna i de gungor man befann sig i och man kunde själv sätta fart på dem utan att öka risken att ramla ur. Detta gjorde nöjet särskilt stort och lockade både långivare och låntagare. Men brädorna kunde gå sönder och repen brista. Eftersom man gärna hängt gungorna högt för att få stort svängrum och god utsikt över en vidsträckt terräng, kunde fallet bli särskilt stort och skadorna svåra.

Men varför gick då så ofta brädorna sönder och brast repen?

Svar på den frågan kräver bedömningar av vad som, utöver stimulansen från utbudssidan, låg bakom kreditefterfrågans acceleration. Det fanns gott om andra stimulantia, inte minst sådana som flera inslag i den ekonomiska politiken bjöd på och Riksbanken tydligen inte ville, eller inte ansåg sig kunna effektivt motverka följderna av. Slutsatsen blir: Utbudstrycket var inte en tillräcklig förutsättning för förloppet men en pådrivande faktor. Det visade sig vara lätt att locka dem som gärna ville hoppa.

Kreditefterfrågan

Det var inte i första hand inom industrin som de många stora kredittagarna fanns. Självfinansieringsmöjligheterna var länge goda och de stora investeringar man gjorde utomlands och inte kunde klara med egna medel lånade man till på de internationella

marknaderna. Hushållens efterfrågan var däremot lätt att locka fram och deras skuldersteg till oanade höjder. På fastighetsmarknaderna behövde den inte lockas fram. Den fanns där ändå i rikligt mått. Där hamnade därför de verkligt stora kreditbeloppen. Att utbud och efterfrågan hade särskilt lätt att mötas där berodde på att man på båda hållen såg fastigheter som i inflationstider goda "realsäkerheter", vilket de ju i stort sett varit under flertalet beslutfattares hela livstid. Detta var också synsättet hos dem som infört i banklag förankrade, av Finansinspektionen utformade och övervakade principer för beräkning av en banks nödvändiga skapitalbas. När fastigheternas taxeringsvärden höjdes mycket kraftigt vid övergången till 90-talet, sågs detta som en bekräftelse på den etablerade marknadsprisnivån. Därför höjdes även belåningsvärdena och därmed kreditefterfrågan i motsvarande grad, ofta mer än så. Det är att märka att fastighetsmarknadernas finansiering ingalunda var främmande för bankerna. De var sedan länge vana vid att förse dessa även med annat än byggnadskreditiv, bl a därför att den svenska kapitalmarknaden inte var särskilt väl utvecklad när det gällde alla slag av bostadsfinansiering. Bankerna hade för övrigt sedan länge av statsmakterna blivit tvingade till mycket stora köp av bostadsobligationer.

Det som hittills nämnts räcker ett stycke på väg som förklaring till vad som

hände med kreditefterfrågan. Men långt ifrån helt. Går man tillbaka till 1970-talets slut, finner man några av de grundläggande orsakerna. Det var nämligen då många som, efter några år då den långa lågkonjunkturen skapade viss osäkerhet, började förutse att fortsatt inflation skulle leda till snabbare fastighetsvärdestegring än den dittills gjort, bl a därför att det förr eller senare skulle bli nödvändigt att låta hyrorna stiga åtminstone till i närheten av den nivå som behövdes för att göra en allt dyrare nybyggnation lönande. För de kommersiella fastigheternas del, där ingen hyresreglering spelade någon roll, noterades att det inte hade byggts många sådana efter det bakslag som inträffade i samband med lågkonjunkturen vid 70-talets mitt. Här fanns därför, menade man, nu ett stort behov av nybyggnation.

Under åren närmast efter 1981 och 1982 års devalveringar, som gav riklig näring åt inflationsprognoserna, blev hela detta scenarium stegvis verklighet. Förloppet överträffade fastighetsköparnas och byggherrarnas förväntningar.

Prisstegringarna på fastigheter var till en början i huvudsak underbyggda av traditionella principer för kapitalisering av förväntade, i detta fall alltså ökade nettointäkter. På basis av sådana hörde försäkringsbolagen och en del andra stora kapitalförvaltare till de första som började köpa i stor skala. Så länge man inte kunde köpa fastigheter utomlands, gällde

efterfrågan enbart den svenska marknaden, där den både avsiktligt och oavsiktligt fick extra stimulans av den ekonomiska politiken. Nybyggnation och ombyggnader, som krävde mycket kapital, underlättades på flera sätt finansiellt, dels inte endast genom att de tidigare skattereglerna för låntagarna gällde 80-talet utmedan marginalskatteerna ännu var mycket höga. När fastighetspriserna väl börjat stiga betydligt, blev det en livlig efterfrågan från fler och fler som var mycket mer låneberoende än de som kommit först på marknaden. Då kom efter en tid också mer och mer av äventyrlig spekulation med i bilden, bl a i den meningen att man var villig att betala ett enligt normala kalkyler för högt pris därför att man räknade med att andra senare skulle betala ett ännu högre pris. Att inte ens en mycket stor skuldsättning ingav betänkligheter berodde inte minst på att så många låntagare på ohållbara grunder räknade med att "inflationen betalar skulder" och att räntorna skulle bli en ringa belastning inte endast tack vare skattelagens avdragsregler utan även därför att de skulle kunna betalas i lägre penningvärde än dagens.

Fler frågetecken

Mycket av vad som hänt och ledde till kris har alltså nu kunnat förstås och förklaras. Facit säger bl a att devalverings-

politiken blev ett fiasko. Men det finns stora frågetecken kvar.

Ett är följande: Varför uteblev praktiskt taget alla varningar i konjunkturbedömningar på skilda håll i den allmänna debatten? En kris ungefär av det slag som kom 1991 skulle enligt såväl historiska erfarenheter som god teori inte ha kunnat undvikas utan bara uppskjutas någon tid med hjälp av fortsatt snabb inflation. Och ett så hektiskt och särskilt på fastighetsmarknaderna spekulativt kreditfinansierat förlopp som det sena 80-talets måste förr eller senare göra krisen svår. Förklaringen till att någorlunda tydliga varningar uteblev kan inte vara så trivial som att de flesta aktörer insåg att det skulle sluta illa men räknade med att kunna hoppa av med förtjänst i tid. Den kan i varje fall inte gälla dem på kreditmarknadernas utbudssida. Ekonomer i allmänhet kanske ansåg slutet så självklart att det inte behövde uttryckligen förutsägas? Särskilt som tidpunkten var oförutsebar. På den frågan svarar jag ett undvikande "hm" med tillägget att i så fall var uraktlåtenheten alltså följden av en felbedömning. Så stor skada gjorde denna nog inte, eftersom få skulle ha tagit varningarna på allvar.

Ett annat frågetecken gäller det andra till synes paradoxala förhållande som jag inledningsvis aviserade.

Grunderna till den värsta finansiella krisen på sjuttio år lades just under en tid

då på akademiska plan utvecklades en finansvetenskaplig teori på bredden och djupet i en högst imponerande takt. Och även på det empiriska planet utfördes ett mer omfattande arbete än under många tidigare årtionden tillsammans. Ämnet fick också på många universitet och högskolor en självständig ställning som tidigare förekommit bara i undantagsfall. Teoretikernas yrkesstolthet tog sig många uttryck, särskilt sedan ett sk Nobelpris råkat hamna i deras krets.

Det ligger nära till hands att undra hur det kunde komma sig att det under den tid som detta skedde på det akademiska planet gick så katastrofalt illa i finanssektorns verklighet. Missade praktiska livets folk den hjälp som erbjöds? Eller användes medlen fel? Onekligen blev ju teorin mer och mer sofistikerad och texten utlagd med en myckenhet matematik och därför inte sällan alltför svår att förstå för andra än sina upphovsmän och deras yrkesbröder. Goda bruksanvisningar var det ont om. Det är illa nog om denna förklaring vore tillräcklig men man skulle ju då kunna se till att det hela inte behöver upprepas. Om man

ser närmare på vad man på vetenskapligt håll sysslat med förefaller det dock högst osannolikt att förklaringen är tillräcklig.

Jag skall inte göra några med hänsyn till mina alltför begränsade möjligheter att förstå den högsta teoretiska akrobatiken förmodligen fåfänga försök att komma fram till bestämda lösningar på gåtan. Men jag har en till övertygelse gränsande tro. Många i finansvetenskapen har blivit alltför entusiastmerade av tekniskt förstklassiga, bla matematiska, verktygs möjligheter att stimulera till, och underlätta, elegant intellektuella prestationer. Datorerna som redskap har kanske också spelat en roll i sammanhanget. Följden har blivit att intresseområden och studieobjekt i stor utsträckning valts med ledning härav. Genom att i stor utsträckning låta verktyglådan vara vägledande har man ägnat för lite intresse åt sådant som varit mest betydelsefullt för förståelse av den intressantaste verkligheten. I den mån det förhåller sig så, är den anmärkningsvärda kontrasten mellan den akademiska finansvetenskapen, å ena sidan, och verklighetens förlopp, å andra sidan, inte heller den paradoxal.