

ERIK DAHMÉN:

Man kunde ha lärt av historien

God teori är någonting mycket praktiskt, skriver Erik Dahmén. Med bättre kunskaper i ekonomisk historia och konjunkturteori hade mycket kunnat undvikas och många blivit väsentligt mindre drabbade av 1990 års konjunkturbakslag.

Konjunkturedgången inom industrin och handeln kom ju inte överraskande då den i stor utsträckning berodde på våra egna handlingar och inte på svårförutsebara internationella konjunkturer.

Historien upprepar sig – men det gäller att ha förmågan att lära något av den.

Erik Dahmén är professor emeritus i nationalekonomi med ekonomisk och social historia vid Handelshögskolan i Stockholm.

1 990 års konjunkturbakslag fick sitt första uttryck i krisen för många finansbolag i den stora och brokiga skara som till största delen tillkommit sedan 1970-talet. Det följdes av fler och fler tecken på konjunkturedgång inom industrin och handeln. Ingenting av detta kan rätt gärna ha väckt förvåning hos dem som följt 1980-talets förlopp och kunnat någonting om vad som gång på gång hänt sedan halvtannat sekel. Detta allra minst om de med hjälp av konjunkturteori förbättrat sina insikter i de upprepade förloppens innebörd och orsaker. God teori är nämligen någonting mycket praktiskt.

Nu är det väl också så att konjunkturedgången inom industrin och handeln inte överraskat så många. I varje fall inte dem som upplevt slutet av 1960-talet och 1970-talets mitt. Detta så mycket mindre som det mesta denna gång, i motsats till då, berott på våra egna handlingar och försummelser, inte på svårförutsebara internationella konjunkturer. Finansbolagens och bankernas stora förluster har däremot kommit som en överraskning. Detta förklarar till betydande del krisens omfattning och djup. Med bättre ekonomisk-historiska kunskaper skulle åtminstone somliga aktörer ha varit mer medvetna om de risker de löpte, rimligtvis tagit det försiktigare och därför inte så ofta som nu råkat illa ut och inte dragit så många med sig i svårigheterna.

Onödig överraskning

En förklaring till att man blivit överraskad av vad som hänt i det finansiella systemet är att man måste gå längre tillbaka i historien än när det gäller industrikonjunkturerna för att upptäcka att förloppet haft så

många motsvarigheter både i Sverige och utomlands. Men det har alltså funnits mycket att lära av en sådan tillbakablick. Eftersom väsentliga inslag i de förlopp som slutat med bakslag ofta återkommit, är det klart att nyttan av ekonomisk-historiska kunskaper kan vara stor. Bristfälliga sådana kan i någon mån kompenseras bara av egna erfarenheter eller personliga, framför allt familjära, relationer till tidigare aktörer. Därmed är även sagt att ekonomisk-historisk forskning, bl a kring konjunkturer och kriser, och någorlunda lätt-tillgängliga presentationer av dess resultat, kan ha mycket mer att ge än som är allmänt insett på olika nivåer i företagen, inte minst inom finansvärlden. Chanserna att göra goda affärer förbättras kanske inte men riskerna att göra dåliga minskar. Värdet ligger alltså ingalunda endast i att händelser och sammanhang kan ha vad som brukar kallas "rent historiskt intresse".

Några exempel på tidigare kriser

Det finns naturligtvis här inte utrymme för någon fyllig belysning av vad som föregått och karakteriserat tidigare bakslag av mer eller mindre krisartat slag. Även noteringar räcker dock för slutsatser rörande vad som skulle ha varit mest värt att känna till.

När den med Krimkriget sammanhängande internationella högkonjunkturen bröts vid 1850-talets mitt, uppstod oväntade svårigheter även i Sverige, där särskilt jordbruket men även näringslivet i övrigt, t ex de många handelshusen, haft stor glädje av goda exportmöjligheter. Särskilt som det saknades ett bra affärsbankväsen och en penningpolitiskt mål-

medveten centralbank, var man sårbar. Likväl hade endast få låntagare och långivare räknat med den kris som de nu råkade ut för. Särskilt illa gick det i allmänhet för dem som direkt eller indirekt blivit beroende av utländska finansiärer. Det blev dock snart på nytt goda konjunkturer, som i stort sett varade fram till 1860-talets mitt.

1864-66 blev det en ny kris, som trots att även den blev kortvarig fick följder bl a i form av stora prisfall på många jordbruksfastigheter. Detta berodde dock inte på några svårigheter för jordbruksnäringen som sådan utan på överbelåning av många fastigheter och svagheter i det finansiella systemet. På en punkt hade förloppet likheter med vissa av våra dagars finansbolags och sk finansmäns öden och äventyr. En välrenommerad stadsmäklare, J Holm, hade skapat ett vittförgrenat och oöverskådligt nät av krediter på ett underlag som i en tid av optimistiska framtidsbedömningar såg ut att vara säkerheter men som i verkligheten snarare var osäkerheter. Detta nät slets sönder med svåra följder för många.

1878-79 inträffade en kris som följde av alltför optimistisk järnvägsfinansiering och forcerade investeringar framför allt i järn- och skogsindustrien. I åtskilliga fall fick även lovande projekt, som igångsatts under de många åren med goda finansieringsmöjligheter, avbrytas. Somliga fick revideras eller läggas ned. Detta bakslag berodde mest på att banker och andra kreditgivare, som sträckt sig alltför långt, bl a lagt stora belopp obligationer i egen portfölj, till slut såg sig tvungna att slå till bromsarna hårt för att klara sin egen likviditet och existens. Situationen förvärrades av att det inte fanns några tillräckligt

Man kunde ha vänt av historien

väl fungerande marknader för uthålligt långfristigt kapital. Det var alltså fråga om överinvestering i förhållande till tillgången på adekvata finansieringsmöjligheter. Det var första gången detta hände på så bred front. Men inte den sista.

Under 1800-talets två sista årtionden utbröt vid ett flertal tillfällen kriser på fastighetsmarknaderna. I Stockholm blev en krasch 1885 det första exemplet på att byggherrar förbyggt sig i stor skala. De hade råkat hinna före efterfrågan men efter med finansieringen, vars möjligheter överskattats och kostnader underskattats. Även färdiga fastigheter i städerna visade sig kunna förlora marknadsvärde tillräckligt mycket för att de som högbelånat dem, och långgivarna, skulle förlora mycket pengar.

1891–92 och 1901–02 fick många på fastighetsmarknaderna göra liknande erfarenheter som kring mitten av 1880-talet. Nu avslöjades också att en del felinvesteringar gjorts i industrien och att åtskilliga projekt med goda framtidsutsikter åtminstone tills vidare måste skrinläggas, eftersom de inte hade tillräcklig finansiering med eget kapital. Detta betydde förluster för många direkt eller indirekt berörda.

1907 blev det en svår rekyl på lånefinansierade aktieköp, som för första gången ganska många även utanför det egentliga affärslivet ägnat sig åt. Det var dock inte denna gång fråga om någon svår kris i näringslivet. Att det likväl kunde bli så stora förluster för alltför optimistiska låntagare, aktieköpare och långgivare var en erfarenhet värd att lägga på minnet.

Under intryck av dessa förlopp, som med rätt små variationer förekom i alla industrialiserade länder under årtiondena

närmast före Första världskriget, tillkom en omfattande både teoretisk och empirisk konjunkturforskning. Om de som upplevt vad som hänt på senare år nu tar sig tid att läsa i de böcker som detta resulterade i, får de många anledningar att säga ”ja, det är ju ungefär så det har gått till nu också.”

Många aktörer i dagens bank- och finansmarknader skulle känna igen sig också vid studier av de förlopp som ledde fram till det tidiga 1920-talets elakartade kris. Under flera år gick det mesta bra med en stigande och lönande export, som importländerna betalade delvis med hjälp av svenska bankers krediter, samtidigt som importen inte kunde bli stor. Ett nettotillskott av utländska valutor kunde användas till att på ett för landet särdeles fördelaktigt sätt minska den utlandsskuld som uppkommit sedan 1800-talets slut och varit till ovärderlig hjälp vid uppbyggnaden av industrien och handelsflottan. Men efter några år blev det en inflationistisk konjunktur. Den ledde till en kortsynt optimism, som i sin tur drev på inflationen. Förloppet underhölls av kreditexpansion i och kring bankväsendet. Det blev många lösliga företagsetableringar och vidlyftiga, på högbelåning framför allt av aktier baserade affärer. Somliga aktörer, som ägnat sig åt spekulativa, i betydelsen hasardbetonade, affärer, blev rika. Åtminstone till en tid. Andra, inte minst många utanför affärskretsarna, lockades till sin egen olycka att försöka följa deras exempel. Intressant att notera i sammanhanget är att dagens finansbolag hade sina motsvarigheter i den tidens sk emissionsbolag såtillvida som dessa lånade mycket i olika former av både banker och andra, bl a mot aktier, för att sedan låna ut till

egna kunder. Det blev både då och nu även en mer omfattande, inte alltid fullt repurterlig, mäklarverksamhet än normalt. Det avslöjades snart hur otillförlitliga kreditprövningarna ofta varit på bankhåll och bland andra långgivare och hur mycket luft som funnits i flertalet emissionsbolag och i deras kunders affärer. Då fanns inte mycket kvar att rädda. Särskilt som bakslaget denna gång följdes av allmän efterfrågeminskning och prisfall, som drabbade industrien, handeln, fastighetsmarknaderna och jordbruket, råkade hela det finansiella systemet, inte bara den tidens motsvarigheter till våra dagars finansbolag utan också nästan alla banker, i svårigheter, somliga av dem i dödlig kris. Så illa är det ju inte i dag men likheterna i förloppet och dess följder är tydliga nog.

Krigsårens och de första efterkrigsårens erfarenheter föranledde under resten av 1920-talet en försiktig penningpolitik och det blev, med undantag för några år mot årtiondets slut, då Kreugeraktier kom i intressets centrum, en mer omsorgsfull kreditprövning i bankväsendet, en dygd som ofta var en nödvändighet. Det som inte var lönsamt i industrien utvecklades och investeringspolitiken blev överlag långsiktig, i många fall i anslutning till rekonstruktioner i samverkan med de banker som hade fordringar på företagen och ofta blivit tvungna att övertaga aktier. Detta berodde mycket på att man inte nu, som under krigsåren, fick pengar till skänks tack vare exceptionellt lönsam export och en något undervärderad valuta. Svenska kronan var nu snarast något övervärderad och penningvärdet stabilt. Detta var till nytta inte minst för industrien. Under dessa år grundlades nämli-

gen en anmärkningsvärt stark utvecklingskraft, som nu hade mer att göra med nyskapande företagarverksamhet än med förliga vindar utifrån. När det vid övergången till 1930-talet blev en internationell kris, kom Sverige mycket tack vare detta förhållandevis lindrigt undan och 1930-talets fortsättning blev, i likhet med 1920-talets, präglad av en väl balanserad industriell dynamik. Kreditmarknaderna var lättillgängliga men hågkomsterna av de båda senaste kriserna och ett i det närmaste stabilt penningvärde bidrog till att det inte blev många äventyrligheter. Aktiebelåningen fick inte någon betydande omfattning.

Det som hände under mellankrigstiden blev en lärorik erfarenhet som borde ha lagts till de tidigare av hur andra slags förlopp bäddat för hemmagjorda inslag i efterföljande konjunkturedgångar och kriser.

Något om krisernas gemensamma egenskaper och likartade förspel

En något mindre lapidarisk beskrivning av de förloppens särdrag skulle kunna innehålla mycket av "rent historiskt intresse". Angelägnare är dock att lyfta fram de gemensamma dragen i kriserna och i de förlopp som föregått dem. Det mesta har varit karakteristiskt också för andra industriländer. Vad som hänt förklaras alltså till stor del av någonting ganska allmängiltigt. Därför är det också särskilt lärorikt.

Till det allmängiltiga hör att det nästan alltid varit riklig tillgång på pengar och snabb kreditexpansion som satt igång de förlopp som senare lett till bakslag och kriser. Att märka är emellertid att det då främst varit fråga om hög likviditet och

korta krediter, inte långsiktigt placeringskapital. Genom att se vad som då hände, kan man få bekräftat en gammal observations realism, nämligen att de största dumheterna brukar göras när man har gott om pengar, i varje fall om de varit lättförtjänta. Behöver man fler exempel än vad äldre historia erbjuder, kan man få ett sådant från vad som hänt i Sverige efter 1980-talets stora devalveringar och under dess många högkonjunkturår. Det förhållandet att den som sådan önskvärda liberaliseringen av finansmarknaderna ställde särskilda krav på aktörernas kunskaper och omdömesförmåga, som långt ifrån alla motsvarade, ger detta exempel särskild lyskraft.

Ganska oberoende av sina orsaker, t ex statliga budgetunderskott, internationell högkonjunktur, kanske i förening med undervärderad valuta, ibland också kapitaltillflöde utifrån, har penningrikigheten till en början brukat leda till en utlåningstävlan mellan banker sinsemellan och med andra finansinstitut. Denna har lett till nedpressning av räntenivån, mindre noggrann kreditprövning och höga belåningskurser. I det sammanhanget har omdömen om företags, bl a bankers, löpande resultat och därtill knutna betygssättningar ibland föranlett att kortsiktighet fått företräde framför normer och riktlinjer med sikte på långsiktigare mål. Men det är långt ifrån alltid de långdistanslöpare som anstränger sig att i varje stund ligga före de andra som kommer först i mål.

Eftersom i första hand kortfristig finansiering med lånat kapital underlättats av penningrikighet, har kortsiktiga affärer uppmuntrats och långsiktiga projekt ofta börjat finansieras alltför mycket med kortfristig främmande kapital och alltför

lite med långsiktigt eget sådant. Till bilden har då också brukat höra att de företag och personer som i just detta skede framstått som särskilt, ibland spekulärt, framgångsrika långt ifrån alltid varit de säkraste korten på lite längre sikt. Inte så sällan har det förhållit sig alldeles tvärtom.

En annan iakttagelse är att när det blivit stort penningtillflöde till många företag, har det lätt föranlett en tro att det mesta varit väl beställt. Men i många fall har problem då dolts som måste lösas för att öppna vägar till en på längre sikt bärkraftig utveckling. Inte sällan har även en hel del industri- och handelsföretag under sådana förhållanden dessutom ägnat sig mycket åt finansiella operationer och kombinationer av skilda slag, somliga även åt köp av andra företag på långt ifrån alltid goda företagsekonomiska grunder. Många gånger har sådant haft föga att göra med någon med ägaransvar förenad industriell företagarkerksamhet. Detta har ökat riskerna för bakslag och kriser.

Samma följd har en annan i den här sortens konjunkturer vanlig företeelse fått, nämligen minskat kostnadsmedvetande. Detta gäller inte bara företagen. Även bland folk i allmänhet har blickfältet brukat förkortas ifråga om den egna ekonomien. Har man bara haft, eller lätt kunnat skaffa, pengar, har det ansetts betyda att man "haft råd" till inköp som man med tillämpning av en mindre statisk definition av begreppet "råd" inte skulle ha gjort. Även detta har brukat bädda för problem och svårigheter runt hörnet. Alldeles som fallet varit på senare år.

En anmärkningsvärd sak återstår att nämna. Det har i vida kretsar funnits en föreställning att priser på sk realtillgångar i högkonjunkturer, i synnerhet inflatio-

nistiska sådana, stiger mer än på det mesta annat. Framför allt fastigheter men även mycket annat, bl a aktier som ansetts representera s k realvärden, har börjat prissättas med ledning av ett väntat framtida värde, inte av beräkningar av nuvärdet av sannolika framtida driftsoverskott. Detta har lockat till lån för placering i fastigheter och företag med betydande s k reallgångar. Men skulderna då? Har de inte avskräckt? Jo, kanske några av dem som kunnat ekonomisk historia eller haft släktingars och bekantas erfarenheter som avskräckande exempel. Men inte dem som trott att en fortsatt inflation inte endast driver upp alla priser utan även gör det lättare att betala skulder. Skuldernas "realvärde" minskar ju och "realräntan", dvs den nominella räntan räknemässigt reducerad med aktuell eller väntad inflationstakt, ter sig inte avskräckande hög. Den tron har inte alltid visat sig vara väl förankrad i verkligheten.

IV Förlopp av det här refererade slaget har, alldeles som 1980-talets, brukat ta en ända med större eller mindre förskräckelse. Orsakerna har i långa stycken överallt varit ungefär desamma. Till dessa hör inte endast oförutsebara händelser av kanske slumpmässigt slag, som ofta snabbt vänt optimism till pessimism, utan också s a s normala konjunkturbakslag, till en början då också kreditåtstramning och räntestegringar. Det nya läget har förvärrats av att banker inte alltid följt en regel som säger att kundkretsen inte skall behöva råka illa ut som följd enbart av det sätt på vilket

banken skött sin affär, närmast då sin likviditet.

Under de här beskrivna, gång på gång återkommande förhållandena har åtskilliga s k reallgångar inte ens vid fortgående penningvärdeförsämring visat sig representera säkra värden. Det är då som följande avslöjats: För det första, att ingen inflation som sådan utan endast intäkter och realiserade kapitalvinster kan betala några skulder. För det andra, att både intäkter och realisationsvinster mycket väl kan utebli en inflation till trots. För det tredje, att i sistnämnda fall inflationens kostnadsstegringar tvärtom kan försämma möjligheterna att klara skulderna. För det fjärde, att begreppet "realränta" är förrädisk. Om intäkterna sinar, är det en klen tröst att "realräntan" eventuellt förblivit låg. Den nominella räntan kan tömma kassakistan även om den "reala" råkar vara låg.

Sammanfattningsvis: Det finns i den ekonomiska historien gott om exempel på gemensamma och karakteristiska egenskaper hos förlopp som lett till bakslag och kriser, egenskaper som det skulle ha varit värt för många att känna till bättre än som nu varit fallet. Och det mesta har nu hänt en gång till. Den som varit med länge kan inte tro att denna senaste gång också blir den sista. Om mer ekonomisk historia blir läst i fortsättningen, kan dock somligt bli annorlunda och till det bättre. Men det gäller förstås också att ha förmåga att lära något av historien.