

# En global lyxfälla?

- långsiktiga perspektiv på hushållens skuldsättning

Magnus Lindmark



Sysselsättning och tillväxt  
i Sverige och Europa

**GLOBAL**  
**UTMANING**

Rapportserien Sysselsättning och tillväxt i Sverige och Europa bygger på fem tematiska rapporter under 2010 och 2011 och presenteras i samarbete mellan tankesmedjan Global Utmaning, PricewaterhouseCoopers och Skandia.

Global Utmaning är en fristående tankesmedja. Vi är ett kvalificerat nätverk från samhälle, näringsliv och forskning som verkar för lösningar på de globala utmaningar som rör ekonomi, miljö och demokrati.

Ansvariga för rapportserien:  
Sandro Scocco, Global Utmaning  
Lars Wennberg, PricewaterhouseCoopers  
och Hans G Svensson, Skandia.

**skandia:**  
bank & försäkring

**pwc**



**Magnus Lindmark** är professor i ekonomisk historia vid Umeå Universitet. Dessförinnan har han också arbetat vid Norges Handelshöyskole. Han forskar kring frågor som rör olika aspekter av långsiktig tillväxt. I sammanhanget märks främst miljöpåverkan, strukturförändring och finansiella förhållanden. Lindmark erhöll 2009 Nordeas vetenskapliga pris.

# En global lyxfälla?

– långsiktiga perspektiv  
på hushållens skuldsättning

Magnus Lindmark

# Innehåll

|  |    |
|--|----|
| Förord   | 4  |
| Inledning  | 5  |
| Ekonomiska kriser och finansiella bubblor                | 6  |
| När stigande priser skapar ökad efterfrågan              | 6  |
| Svarta september 2008                                    | 11 |
| Statens och hushållens skuldsättning i Sverige           | 15 |
| Bretton Woods systemets kollaps                          | 15 |
| Utvecklingen under 1980-talet                            | 19 |
| Utvecklingen efter 1995                                  | 21 |
| Skuldsättningens direkta drivkrafter                     | 24 |
| Aktieprisernas utveckling                                | 30 |
| Situationen i andra länder                               | 33 |
| Statens och hushållens skuldsättning i andra OECD-länder | 33 |
| Globala sparandeobalanser                                | 36 |
| Nationella sparandeobalanser som globalt fenomen         | 41 |
| Sammanfattande kommentarer och diskussion                | 42 |

## Förord

I denna ekonomisk historiskt inriktade rapport framkommer det att det finns mycket starka gemensamma drag i industriländernas utveckling över tid. Några gemensamma drag sedan 70-talet är en kraftigt ökad skuldsättning i förhållande till BNP och inkomst, att de som efterfrågar tillgångar har fått relativt starkast inkomstökning och att priset på tillgångar, främst fastigheter och aktier, stigit mycket snabbare än BNP. Idag är industrivärlden historiskt högt skuldsatt.

Att förstå den teoretiska kausaliteten kring dessa storheter och vad som orsakat utveckling är mycket komplicerat, men några intressanta observationer kan ändå göras.

För det första har tillväxten under de senaste decennierna till en viss del varit driven av en stark inflation på tillgångar och ökande skulder, vilket inte är hållbart i längden. Vänder detta förlopp, i spåren av exempelvis stigande realräntor, kommer det att bidra negativt till tillväxten under många år framöver. De kraftigt ökade skulder utgör därmed en betydande tillväxtrisk.

För det andra har ekonomin blivit betydligt mer känslig för räntor och tillgångspriser. Ett fall i exempelvis huspriser får därmed relativt dramatiska konsekvenser när högt skuldsatt hushåll försöker bli av med sina skulder, d.v.s. det som nu har hänt i flera länder – inte minst i USA. För första gången på decennier minskar nu de amerikanska hushållen sina skulder och i de flesta andra länder har skuldsättningen avstannat eller minskat i spåren av krisen.

För det tredje förefaller ekonomins totala skuldsättning, det vill säga både privata och offentliga skulder, vara relativt konstant över långa perioder. Över tid är det dock stora skillnader i vem som sitter på skulden. Perioder av hög privat skuldsättning byts mot perioder av hög offentlig skuldsättning, de förefaller i princip vara kommunicerande kärl. Det finns därmed starka skäl för stater att bekymra sig över hög privatskuldsättning, även om den offentliga faller. En läxa exempelvis både Irland och Island fått lära sig den hårda vägen när det tvingats överta privata skulder i en sådan uträkning att de är på ruinens brant.

För det fjärde avviker Sverige idag från det generella mönstret. Skuldsättningen i det privata fortsätter att öka, det finansiella sparandet är nära noll, fastighetspriserna fortsätter att stiga och statens skulder är på väg ner. Uppsidan är naturligtvis att det på kort sikt ger en hög tillväxt, men ett enkelt räkneexempel i rapporten visar att om hushållen vill ligga kvar på ett genomsnitt av de senaste 15 årens skuldtjänst, med genomsnittsräntan för samma period, så skulle de behöva bli av med ca 700 miljarder kronor i skulder. Enligt det historiska mönstret skulle dessa på ett eller annat sätt flyttas över till det offentliga, d.v.s. statskulden skulle åter hamna på 60 procent av BNP. Det är möjligt att en viktig lärdom av krisen är att värna om de offentliga finanserna innebär i lika hög utsträckning att också värna om de privata skulderna.

Sandro Scocco

Ordförande Global Utmanings Ekonomiska Råd

## Inledning

På senare tid har hushållens ökande skuldsättning uppmärksamats av centrala aktörer som affärsbankerna och Riksbanken.<sup>1</sup> Frågan har fått ett allt större inslag i den offentliga debatten. Bakgrunden är att de svenska hushållens skulder har ökat dramatiskt sedan mitten av 1990-talet. SCB konstaterar i en rapport att "det vanliga måttet", hushållens skulder i förhållande till disponibla inkomster, har stigit till rekordhög 150 procent, vilket är betydligt över toppnivån i slutet av 1990-talet.<sup>2</sup> Hushållens skulder i relation till BNP har stigit till cirka 75 procent, också det en rekordnivå.

Frågan är hur farlig skulduppbyggnaden är. Således är ett övergripande syfte med föreliggande arbete att utreda huruvida Sverige står inför en ny ekonomisk kris med rötter i hushållens skulduppbyggnad.

Den övergripande problembilden är känd. Hushållens höga skulder kan snabbt orsaka problem om räntan plötsligt stiger.<sup>3</sup> Vidare analyser är dock motiverade rörande skuldernas storlek i längre historiskt perspektiv och de underliggande orsakerna bakom hushållens ökade skuldsättning. I sammanhanget är det välkänt att fastighetsprisernas starka utveckling sedan mitten av 1990-talet är en viktig förklaring. Hur detta fenomen är beroende av den makroekonomiska politiken och hur svenska förhållanden kan vara en del av globala utvecklingstendenser har dock diskuterats i mindre utsträckning. För att få grepp om detta krävs dels ett längre historiskt perspektiv än vad som är vanligt i finansiella analyser och dels en internationell komparation.

Givetvis är dagens höga grad av internationalisering en omständighet som gör att Sverige mycket väl kan drabbas av problem som egentligen har sin kärna i andra länder. En räntchock kan exempelvis drivas fram genom problem i till exempel de mest krisdrabbade EU-länderna och indirekt ge effekter på räntan också i Sverige .

Den svenska ekonomins känslighet för en eventuellt ny ekonomisk kris kan alltså inte enbart bedömas med utgångspunkt i svenska faktorer. Att chockvågor sprids snabbt i ekonomiska system är i och för sig inget nytt. Erfarenheterna från 1920- och 1930-talen visar exempelvis på mycket snabba spridningsförlopp trots väsentligt långsammare kommunikationsteknologi.

I föreliggande arbete utnyttjas delvis långsiktiga perspektiv. Syftet är att klargöra huruvida dagens skuldsättning är exceptionell också i ett längre historiskt perspektiv. Avslutningsvis diskuteras orsaker till skulduppbyggnaden. Detta sker i huvudsak i två analysnivåer. För det första diskuteras det svenska förloppet och i nästa steg den svenska situationen som en del av större globala utvecklingstendenser. Arbetet avslutas med en sammanfattande diskussion.

<sup>1</sup> Se t ex *Swedbank Analys* 2009:12

<sup>2</sup> Djerf, O. (2009) "Sveriges Ekonomi - Statistiskt Perspektiv" SCB.

<sup>3</sup> Se t ex Hedi Bel Habib, *Lånebaserad konsumtionstillväxt leder Sverige till samma djupa kris som USA*, *Newsmill* 2010-08-23.

# 1. Ekonomiska kriser och finansiella bubblor

Ekonomiska kriser har med jämna mellanrum sänt chockvågor genom den globala ekonomin. Viktiga historiska krisperioder är 1873-79 (den långa depressionen), 1890-93, 1907-08, 1914, 1920-21 och 1929-33 (den stora depressionen). Också i ett länge historiskt perspektiv är krisernas orsaker relativt likartade på ett grundläggande plan. Det samma gäller för krisernas ekonomiska, politiska och sociala konsekvenser. Vi börjar med en övergripande betraktelse av krisförlopp och drivkrafter.

## 1.1. När stigande priser skapar ökad efterfrågan

När en vara stiger i pris är den normala marknadsreaktionen att efterfrågan minskar. Dyrare varor innebär färre sålda varor. I princip gäller samma princip för investeringsvaror som maskiner och byggnader. Logiken under uppbyggnadsfasen av en ekonomisk kris är dock annorlunda. Tillgångar står i centrum för logiken. Under det tidiga 1920-talet spekuleras det bland annat i råvaror. Under andra halvan av 1920-talet förkom stora spekulationsbubblor i tomtmark i Florida.<sup>4</sup> Kollapsen av fastighetspriser spred sig snabbt till den likaledes övervärderade aktiemarknaden vilket resulterade i den famösa börskraschen 1929. Under bubblans uppbyggnadsfas signalerar stigande priser att någon har gjort bedömningen att tillgången förväntas att uppleva en stigande framtida avkastning.<sup>5</sup> Normalt och i enlighet med alla handböcker i finansiell ekonomi är det den enskilda aktören som gör en värdering av den tillgången han eller hon står i begrepp att köpa. Grunden för värderingen är olika fundamenta såsom förväntat kassaflöde och kostnader för att köparen ska kunna bedöma den framtida avkastningen. Det är så handelshögskolor lär studenter hur man värderar en aktie. Handlar det om en fastighet är det istället de framtida hyresintäkterna som skall bedömas. Allt jämförs med den förväntade riskjusterade räntan och inflationen.

Problemet är att en fundamental analys av en tillgångs värde tar tid att göra. Dessutom är det svårt. Men det finns en genväg. Eftersom marknaden antas vara välinformerad kan den enskilde investeraren låta sig vägledas av alla andra. Vår investerare är såldes i sina egna ögon den ende oinformerade aktören på en annars välinformerad marknad. Allt hade varit frid och fröjd om det inte var för den besvärande omständigheten att alla andra investerare låter sig vägledas av vår investerare som bara agerar som alla andra. Detta kallas för ett färskokbeteende. Aktörerna ökar nu efterfrågan på tillgången och priserna stiger.

<sup>4</sup> Se t ex Galbraith, K. (1998) *Min ekonomiska historia*, Ordfront.

<sup>5</sup> En översikt av historiska kriser finns i bl a Kindleberger, C.P. (2005) *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Wiley Investment Classics. Femte upplagan

De stigande priserna signalerar att marknaden förväntar sig en ökad framtida avkastning. Ytterst få observatörer tror att de stigande priserna är ett uttryck för att efterfrågan överskrider utbudet. Ekonomin är inne i en fas av tillgångsinflation.

Den allmänna stämningen är nu god.<sup>6</sup> Investerare tar gärna lån med säkerhet i tillgången som upplever stigande priser och långgivare ställer gärna upp med nya krediter. En av de första stora kriserna under det förrförra seklet var den "stora paniken" år 1873.<sup>7</sup> Den hade sin grund i att regeringarna i Österrike-Ungern, Tyskland och i Frankrike, stödde en ny typ av kreditinstitut som utfärdade inteckningar i det kommunala bostadsbyggandet för sämre bemedlade. Det var lätt att låna och tomtvärderna verkade ständigt stiga. Man byggde operahus, paradgator och boulevarder och andra spektakulära byggprojekt. När Wienbörsen kraschade 1873 stod det klart att bankerna inte kunde få tillbaka sina utstående lån. Så inleddes den kris som höll nästan hela 1870-talet i ett kvävande famntag.

En kraftig uppbyggnad av bubblan uppstår när tillgångarna används som säkerhet för lån som används för att förvärva ännu större tillgångar. Det här hände också under åren efter första världskriget då bland andra svenska emissionsbolag, dåtidens finansbolag, gärna och utan betänkligheter belånade aktier. Också under slutet av 1920-talet "det glada 20-talet" var det framförallt i USA vanligt att belåna aktier.

När kreditgivningen accelererar ökar också penningmängden i ekonomin.<sup>8</sup> Det beror på den såkallade penningmultiplikatorn. Bankerna lånar helt enkelt ut mer pengar än vad som lånas in. Skillnaden är bankreserven som består av bankens kontanter och bankernas tillgodohavanden i Riksbanken. Riksbanken styr i sin tur bankernas utlåning genom sitt monopol på sedelutgivning. När bankerna behöver kontanter - vilket är nödvändigt när de pengar som de lånar ut ska omsättas i konsumtion - uppstår samtidigt en skuld hos Riksbanken som motsvarar den mängd kontanter som banken behövde. Räntan på den skulden bestäms av Riksbanken och påverkar med olika fördröjningar också de vanliga marknadsräntorna. Utlåningen ökar alltså och då ökar mängden pengar i ekonomin. Antag att ekonomin inte har ett fullt resursutnyttjande i det här läget. Alla som vill arbeta har inte jobb och maskiner och annat

<sup>6</sup> Diskussionen om krisförlopp baseras på Hyman Minskys kristeori vilken ligger till grund för Kindlebergers analyser. En av Kindlebergers poänger är att krisuppbyggnaden kan förhindras om det finns ett tydligt maktcentrum, en hegemonimakt, i det finansiella systemet. Storbritannien fram till 1914 och USA från 1946-1971 är exempel på perioder med tydliga hegemonimakter. Mellankrigstiden saknar hegemonimakt.

<sup>7</sup> Kindleberger (2005)

<sup>8</sup> Penningmängden definieras traditionellt av mängden sedlar och mynt och korta krediter i ekonomin. Det förs dock en diskussion om även betalningsmedel som inte är omedelbart likvida ska räknas in. Nya kreditinstrument gör det också svårare än tidigare att mäta och kontrollera penningmängden.

realkapital utnyttjas inte fullt ut. När penningmängden nu ökar så ökar också den totala efterfrågan. Arbetslösheten minskar och tillväxten ökar. Sverige upplevde den här situationen under slutet av 1980-talet.

När efterfrågan börjar överskrida ökningen av produktionsfaktorer, arbetskraft och realkapital, börjar den allmänna prisnivån för varor och tjänster att öka. Det uppstår inflation. Inflationen har egenskapen att den äter upp det reala värdet av skulder. Dessutom gör den framtida konsumtion dyrare. Priserna stiger ju. Konsumenterna kommer därför att frestas att öka sin belåningsgrad ytterligare. Detta är ett av skälen till att Riksbanken i delar har varit oroad för de senaste årens kraftigt stigande fastighetspriser.<sup>9</sup> Fastighetspriserna ingår visserligen inte i inflationsmättet KPI. KPI mäter konsumtionsvarornas prisutveckling. Fastighetsköp är inte konsumtion och därför ingår inte heller fastigheter i Riksbankens inflationsmål. Men icke för ty leder stigande tillgångspriser till ökad utlåning vilket i sin tur kan sätta fart på inflationen.

I det här läget är det fullt möjligt att konsumtionen ökar snabbare än de reala inkomsterna. Ekonomins aktörer minskar sitt sparande. Om bubblan nu fortsätter att växa kommer konsumtionsnivån snart att vara större än de disponibla inkomsterna. Vi är nu inne i en situation av lånefinansierad konsumtionsledd tillväxt.

Lånefinansierad tillväxt var ett faktum 1920, under de sista åren under 1980-talet samt året före IT-kraschen år 2000. Det smäller således nästan alltid om tillväxten är lånefinansierad. Ekonomiska kriser kan dock uppstå utan att föregås av lånefinansierad konsumtion. Dit hör för Sveriges del 1930-talskrisen vars fundamentala orsaker fanns utomlands och dessutom förefaller att ha varit relaterade till teknologiskt orsakad strukturförändring. Också 1970-tals krisen uppstod utan att ha föregåtts av lånedriven konsumtion. Ekonomin hade dock drabbats av importledd inflation med den så kallade oljekrisen 1973. Fallande långsiktig produktivitetstillväxt hade också gjort att löneavtalen blev högre än produktivitetstillväxten, vilket skapade inflation.

Under 1970-talet fanns också en tydlig industriell dimension av krisen.<sup>10</sup> Det internationella valutasystemet hade kollapsat 1973 och den amerikanska dollarn föll i värde. Det innebar att bland annat den svenska kronan steg i värde vilket försvårade exporten av svenska produkter. 1970-talskrisen kom därför att innebära en kraftig strukturkris inom de flesta tunga exportindustrierna: järn- och stålindustri, varvsindustri och massa- och pappersindustri.

<sup>9</sup> Se t ex Vice riksbankschef Villy Bergström, Skall Riksbanken bry sig om tillgångspriserna?, 2000-04-11.

<sup>10</sup> Att djupa kriser har rötter i återkommande fundamentala ekonomiska orsaker här i Sverige främst framhållits av Lennart Schön. Se t ex. Schön, L. (2007) Technological Shifts and Convergence in a European perspective since 1950, *Scandinavian Economic History Review*, 2007, 55, 3, 222-243. Idéerna presenterades tidigt i: Krantz, O & Schön, L. "Den svenska krisen i långsiktigt perspektiv", *Ekonomisk debatt*. 1983:3, s 478-486. Den svenska strukturanalysen, som Schön företräder, kan sagas vara en form av långvägsteori.

När tillgångspriserna börjar falla reverseras processen. Det går vanligen mycket snabbare än uppbyggnaden av bubblan. Det finns också nu analytiker som varnar för nära förestående stora börsras och som betonar att börsutvecklingen också måste förstås med utgångspunkt i sociala stämningar och politik.<sup>11</sup> Det kan egentligen räcka med att prisökningen på tillgången avstannar för att bubblan ska brista. Uppenbarligen kan man inte längre öka sin förmögenhet genom att hålla tillgången. Det är ofta någon professionell aktör som inser detta först. Under 1930-talet kontrollerade Ivar Kreuger världens största finansimperium. Det var bröderna Jacob och Marcus Wallenberg som insåg att de uppblåsta tillgångsvärdena inte alls motsvarades av reala tillgångar. När de övertygade amerikanska centralbanken att inte bevilja Kreuger ytterligare lån kollapsade hans imperium och miljontals aktiesparare världen över ruinerades. I Kreugers fall hade det gått så långt att han behövde lånen för att kunna betala räntorna på de lån han hade använt för att köpa aktier. Säkerheten var de egna aktierna. När tillgångsvärdena faller under belåningsvärdena är konkurserna ett faktum vare sig man heter Kreuger eller något annat.

Inte minst strax innan krisen är monumentala felbedömningar legio. Under det att de akuta amerikanska problemen byggdes upp lät Alan Greenspan år 2004 förkunna att *"Det är inte bara enskilda finansinstitut som blivit mindre sårbara för underliggande chocker, utan hela det finansiella systemet har blivit mer motståndskraftigt"* Fyra år senare låg ärevördiga finansinstitutioner som Lehman Brothers och Fanny May i ruiner. I juli 2008 gjorde IMF en häpnadsväckande missbedömning av den isländska ekonomin.<sup>12</sup> *"Den isländska ekonomin är framgångsrik och flexibel. Arbets- och produktmarknaden är öppen och flexibel, institutioner och politiska ramverk är starka samt statens skuldsättning är låg. Mot den bakgrunden är de långsiktiga ekonomiska utsikterna för Island fortsatt avundsvärda"*. Några månader senare hade den isländska staten i praktiken gått i konkurs.

Också i Sverige har det gjordes präktiga felslut. Konjunkturinstitutet bedömde exempelvis att effekterna av ett 30-procentigt prisfall på amerikanska bostäder inte var särskilt allvarligt.<sup>13</sup> *"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."* I verkligheten upplevde Sverige det största BNP-fallet i fredstid.

<sup>11</sup> Jeff Sommer, A Market Forecast That Says 'Take Cover', New York Times 3 juli, 2010 presenterar en analys som också den baseras på en moderniserad långvägsanalys känd som The Elliott Wave theory.

<sup>12</sup> IMF (2008) Iceland—2008 Article IV Consultation Concluding Statement July 4, 2008 IMF (<http://www.imf.org/external/np/ms/2008/070408.htm>)

<sup>13</sup> Konjunkturinstitutet (2008) Konjunkturläget januari 2008: fördjupningsruta "Vad händer om huspriserna i USA rasar?"

Om banken kräver tillbaka lånen måste alltså låntagaren sälja sina tillgångar och hoppas att det räcker för att betala tillbaka lånet till banken. I USA 2008 fanns sådana principer inbyggda i regelverken. Utbudet av krediter stryps nu snabbt. Det gäller att rädda det som räddas kan. Det innebär också att marknadsräntorna stiger. Nu kan några olika saker inträffa. Låntagare kommer nu se hur räntekostnaderna skjuter i höjden. Skuldtjänstgraden, alltså den del av de disponibla inkomsterna som måste användas till räntebetalningar, ökar. Det tränger undan annan konsumtion. De höga räntorna gör att sparandet ökar. Dels försöker den skuldsatte amortera ned sina lån. Andra aktörer ökar sitt sparande för att öka sina ränteinkomster. I det här skedet minskar efterfrågan. När den privata konsumtionen minskar ökar arbetslösheten och ekonomin kan även uppleva negativ tillväxt. Inflationen går ned samtidigt som penningmängden minskar. Nu minskar statens inkomster samtidigt som utgifterna genom transfereringar ökar. I värsta fall måste staten dessutom tillföra krediter till banker och andra finansinstitut. Sammantaget minskar statens inkomster och utgifterna ökar. Budgetunderskotten ökar och måste finansieras med en ökad statlig skuldsättning.

I värsta fall är kontraktionen så kraftig att priserna faller. Inflationen har vänts i deflation. Det kommer nu att vara billigare att konsumera i framtiden. Det reala värdet av skulder ökar dessutom. Det gör att sparandet ökar kraftigt och att konsumtionen skjuts på framtiden. Ett annat sätt att uttrycka det är att realräntorna är högre än de nominella räntorna. Ekonomin riskerar att fasta på en nivå med långsiktigt lågt resursutnyttjande. Deflation var ett faktum i Sverige under 1920-talet och i USA under början av 1930-talet.

Ett sätt att öka efterfrågan i det här läget är att staten ökar sina utgifter. Har staten sett till att ha ett överskott som byggts upp under den expansiva fasen kan staten helt enkelt minska sina finansiella tillgångar. Det var så John Maynard Keynes på 1930-talet menade att stabiliseringspolitik skulle föras. Saknas reserver måste staten öka sin upplåning för att kunna finansiera ett budgetunderskott. Staten säljer nu obligationer på marknaden.

Statens lånebehov ökar alltså som en följd av att hushållen minskar sin skuldsättning. Kontraktionen, som beror på fallet i efterfrågan, minskar tillgången på krediter. Troligen måste staten locka köparna med generösa obligationsräntor. Att motverka krisen med stora budgetunderskott är alltså ett damoklessvärd som de flesta bedömare helst vill

undvika. Staten kan dock hamna i en situation där det inte finns några val. För det första kommer den ekonomiska krisen att minska statens skatteintäkter. För det andra tenderar utgifter för socialförsäkringar att öka när arbetslösheten stiger. En hårdför regering kunde dock tänkas minska förmånerna i socialförsäkringarna för att motverka detta. Staten kan dock komma i en situation där man måste rädda konkurshotade banker för att undvika att hela finanssystemet kollapsar.

Det innebär att det inte finns något system som tillhandahåller krediter överhuvudtaget. En våg av bankkonkurser i främst USA följde i kölvattnet av börskraschen 1929. När sparare insåg att bankerna höll på att gå i konkurs försökte man att ta ut sina insatta medel. När alla gjorde det gick bankerna mycket riktigt i konkurs när bankreserverna var tömda. Profetian blev självuppfyllande. Allmänheten förlorade sina besparingar och arbetslösheten bet sig fast på höga nivåer under hela 1930-talet. Inför hotet av ett upprepande av 1930-talets bankkrascher och nära kollaps av det finansiella systemet beslutade flera stater att rädda banker och andra finansiella institut i samband med finanskrisen 2008.

## 1.2. Svarta september 2008

I september 2008 gick amerikanska Lehman Brothers i konkurs. Därmed började det akuta förloppet i den finansiella kris som vi ännu inte har sett slutet på. De direkta orsakerna har beskrivits i termer av vårdslös kreditgivning och girighet. Att det skulle handla om bristande karaktär är givetvis en förenkling som mer handlar om att ge historien en klassisk dramaturgi än att peka på mer svårhanterliga systemfel. De verkliga riskerna doldes genom en mängd nya finansiella instrument som gjorde det möjligt att blanda de höga riskerna med låga och sedan sälja hela paketet vidare i det internationella finanssystemet.<sup>14</sup> Men också politiska faktorer fanns med i bakgrunden. Under hösten 2008 hävdade flera debattörer och politiker på Clintonadministrationens reformer av den så kallade *Community Reinvestment Act* (CRA) skulle ha varit avgörande för krisen. Lagen hade tillkommit under Carter och hade som syfte att motverka marknadsmisslyckanden på bolånemarknanden. Dessa marknadsmisslyckanden bestod av regelrätt diskriminering av kreditvärdiga individer beroende på hudfärg och andra sociala faktorer. Fortsatta reformer av CRA genomfördes också av Bushadministrationen. Lagen innehöll dock aldrig något tvång för bankerna att bevilja marknadsmässigt riskfyllda lån. Enligt vissa debattörer hade CRA bidragit till att banker hade beviljat just osäkra krediter. Federal Reserves egna undersökningar

<sup>14</sup> En variant av detta modus vivendi praktiserades också av Kreuger. Han opererade också med nya finansiella instrument så kallade *participating debentures*.

visade dock att det inte fanns några vetenskapliga bevis för att CRA hade orsakat finanskrisen. Endast 6 procent av de så kallade de subprimelånen hade beviljats av institutioner som omfattades av CRA till låginkomsttagare.<sup>15</sup> Dessutom visade det sig att majoriteten av subprimelånen hade beviljats till medelklassen, som alltså inte omfattades av CRA. Subprimelånen hade helt enkelt ökat genom rent kommersiella bedömningar. Stora offentliga budgetunderskott orsakade av kombinationen låga skatter och stora militära utgifter var vid sidan av hushållens höga skuldsättning en del av den amerikanska problembilden. Ett underliggande problem som vi kommer att återvända till var den amerikanska ekonomins återkommande problem med en kraftigt negativ bytesbalans som medförde omfattande behov av utländska finansiella investeringar. Det bör påpekas att det fördes en debatt bland makroekonomer huruvida anpassningen av den negativa bytesbalansen nödvändigtvis måste gå via en depression eller om en gradvis justering var möjlig flera år före krisen.<sup>16</sup>

Samtidigt är det viktigt att inte överdriva de renodlat amerikanska delarna av krisen. Den amerikanska krisen spreds snabbt i det internationella finansiella systemet. Inte minst det snabba spridningsförloppet till Europa följt av den bryska insikten att inte heller de europeiska finansmarknaderna var särskilt sunda visar att det var frågan om ett I-lands fenomen snarare än ett amerikanskt problem. Det stod också klart att de amerikanska riskfyllda bostadslånen hade paketerats i avancerade finansiella instrument. Riskerna var därför spridda – oklart var – i det internationella finanssystemet.

Precis som under 1930-talet började snart europeiska finansinstitutioner och banker att få allvarliga problem. Den tyska bankjätten Hypo Real Estate krävde redan i början av oktober 2008 akuta insatser från regeringen för att undvika konkurs. Tyska staten gick ungefär samtidigt ut med en insättningsgaranti motsvarande de miljarder Euro som den tyska allmänheten hade på sina sparkonton. Även Grekland, Danmark, Island och Sverige följde efter med liknande garantier. Finansvärlden höll andan när Irland garanterade all inlåning och alla skulder till de sex största irländska bankerna. Det kunde bara tolkas på ett sätt. De irländska bankerna var fundamentalt hotade vilket hade tvingat den irländska staten till ett "all in" bud där garantin motsvarade 300 procent av BNP. Sådana utfästelser hade inte varit aktuella om inte staten själv riskerade en konkurs.

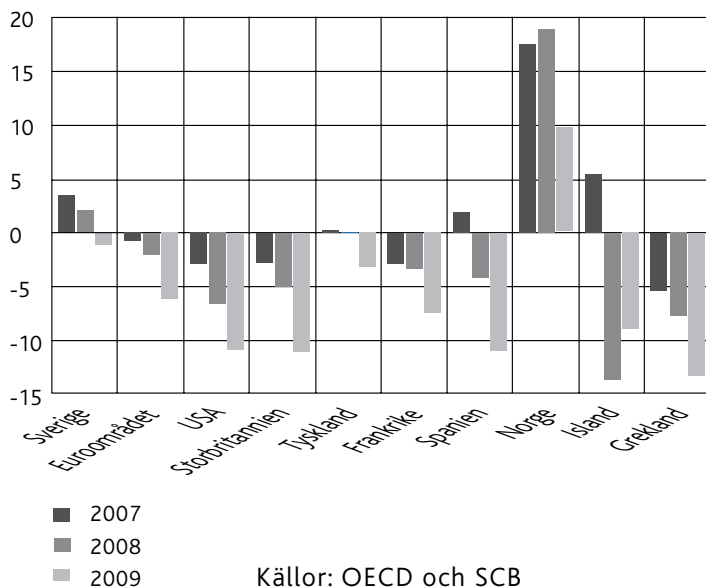
<sup>15</sup> Glenn Canner & Neil Bhutta, Staff Analysis of the Relationship between the CRA and the Subprime Crisis, Board of Governors of the Federal Reserve System, Division of Research and Statistics, November 1, 2008.

<sup>16</sup> Ett exempel på ekonomer som varnade för en kris är: Obstfeld, M., Rogoff, K., (2005) "The Unsustainable US Current Account Position Revisited", National Bureau of Economic Research Working Paper 10869.

En optimistisk analys återfinns i Hausmann, R., Sturzenegger, F., (2005), "US and Global Imbalances: Can Dark Matter Prevent a Big Bang?", Harvard University.

Hur finanspolitiken nu utvecklades var nu en fråga om tur och om hur stora risker bankerna i det egna landet hade tagit. För många länder blev infriandet av bankgarantier och rekapitalisering av konkursdrabbade banker och kreditinstitut en kostsam affär. I praktiken uppstod ett mycket kraftigt negativt statligt finansiellt sparande i många länder. Staternas skuldsättning ökade. Figur 1.1. visar det offentliga finansiella sparandet under åren 2007-2009. I de flesta länder uppgick det negativa sparandet under 2009 mer än 10 procent av BNP.

Figur 1.1. Offentligt finansiellt sparande som andel av BNP 2007, 2008 och 2009



I jämförelse med de länder som tvingades att rädda banker klarade sig Sverige bra trots att fastighetspriser och hushållens skuldsättning hade ökat på ungefär samma sätt som i USA. År 2008 uppgick de amerikanska hushållens lån till 13 000 miljarder dollar. Av dessa lån utgjorde 10 000 miljarder dollar huslån varav 99 procent var hypotekslån.<sup>17</sup> Att skuldsättningen och de stigande fastighetspriserna gick hand i hand råder det ingen tvekan om. Frågan är mer om vagnen är spänd framför hästen eller tvärt om.

George Soros uttryckte det så här: "Bubblor har två komponenter: en trend som faktiskt existerar och en missuppfattning rörande denna trend. Det banalaste exemplet rör fastighetsmarknaden. Trenden är stigande priser och ökade möjligheter till beläning. Missuppfattningen är

<sup>17</sup> OECD Economic Outlook 2010

att fastighetsprisernas ökning är frikopplad från den ökade utlåningen.”<sup>18</sup> Soros påpekar alltså det självklara för en finansman som genomskådar bubblans logik. Genom en frikostig kreditgivning har hushållens köpkraft på fastighetsmarknaden ökat. Därmed ökar priserna. Soros insikt är exempel på samma förmåga som fick bröderna Wallenberg att inse att Kreuger var insolvent. Det är proffsen som vet när det är dags att gå i livbåtarna.

De banker som hade haft den största utlåningen tenderade att ha varit aktiva på de marknader där fastighetspriserna stigit som mest. Så när marknaden sviktar drabbas dessa banker hårt. Staten måste rädda banksystemet och när statens skuldsättning ökar gör också räntorna det. När räntorna går upp sjunker också fastighetspriserna. Därmed ökar kreditförlusterna och de personliga konkurserna. De höga räntorna motverkar dessutom uppgången i ekonomin. Vi kan alltså sammanfatta. En internationell ränteuppgång blir således kostsam för de stater som har stora statsskulder. Vi kan också förutspå några beteenden. Skuldsatta stater kommer att verka för låga internationella räntor. Kreditorn kommer att verka för höga räntor. Som bekant har styrräntorna varit mycket låga i de flesta OECD-länderna. Det ska vara så billigt som möjligt för bankerna att låna ut pengar för att efterfrågan och därmed sysselsättningen ska kunna öka.

I länder med en kraftfullt oansvarig kreditgivning har fastighetspriserna ökat kraftigt. Därmed har kreditförlusterna blivit extra stora när bubblan brast 2008. Exempel är Storbritannien och USA. Ännu mer extrema exempel är Grekland, Spanien, Island och Irland. I dessa länder tvingades staten att rädda finanssystemet till priset av en mycket stor skuldsättning. Den kreditfinansierade fastighetsboomen var i dessa länder utan like. Den berodde dock inte i första hand på slarv utan på att Euroräntorna var lägre än vad som var lämpligt i dessa ekonomier. Egentligen skulle räntan ha behövt vara högre. Den var dock satt med hänsyn till inflationen i hela Eurozonen. Detta beror på att kreditgivningen har lett till inflation som har eroderat ländernas internationella konkurrenskraft. Här var det alltså frågan om konsumtion på krita. Också de baltiska staterna hade knutit sina valutor till Euron, vilket tack vare låga räntor skapade en kreditfest samtidigt som den inhemska inflationen har underminerat ländernas konkurrenskraft. Gemensamt för alla dessa länder är mycket stora underskott i bytesbalansen.

Sverige hade turen att undvika bankkrascher och staten tvingades inte finansiera bankgarantin i någon större utsträckning. Visserligen hade några storbanker riktigt stora kreditförluster i Baltikum. Inte heller den utveckling som föregick kreditförlusterna bedömds som särskilt

<sup>18</sup> Soros i New York review of books 2008

oroväckande. Riksbankens stabilitetsrapport 2005:2 ställer sig alltså i raden av monumentala felbedömningar "...*verksamheten i de baltiska länderna kommer att utgöra en allt större del av de svenska bankernas balans- och resultaträkningar. Detta medför en positiv diversifieringseffekt, vilket är fördelaktigt ur ett stabilitetsperspektiv.*" I verkligheten var svenska staten ytterst nära att behöva rädda storbankerna. I det läget hade en kris på den svenska fastighetsmarknaden varit överhängande. Sverige förde också en kraftfull retorik för att förhindra en devalvering av den Lettiska valutan vilket gjorde att värdet på de svenska bankernas fordringar i Baltikum inte sjönk mer än genom de regelrätta kreditförlusterna. Det var dock avsaknaden av bankkonkurser som räddade Sverige från en fullskalig ekonomisk kris.

## 2. Statens och hushållens skuldsättning i Sverige

Den svenska ekonomiska utvecklingen delar många drag med de generella utvecklingstendenserna i världsekonomin. Många, men inte alla, världsekonomiska kriser har satt djupa spår i Sverige. Andra gånger har kriserna haft större nationella inslag. Så var exempelvis 1920-talskrisen värre i Sverige än i många andra länder medan 30-talskrisen var mildare. I det följande ser vi alltså närmare på den svenska utvecklingen.

### 2.1. Bretton Woods systemets kollaps

Bretton Woods systemet föll samman 1971 som en konsekvens av amerikanska budgetunderskott som uppstått under Vietnamkriget. Dessutom bidrog en expansiv kreditgivning i dollar utanför USA på de så kallade Eurodollar och Petrodollar marknaderna. En ytterligare faktor var att den stärkta europeiska och japanska konkurrenskraften efter 1950 inte avspeglades i stärkta europeiska valutor. I Kindlebergers terminologi hade den hegemonimakt som USA innehaft sedan andra världskriget försvagats. En viktig konsekvens av Bretton Woods systemets kollaps var att USA dollarn föll kraftigt i värde. Från svensk och europeisk synvinkel innebar det att de egna valutorna stärktes med den omedelbara effekten att konkurrenskraften försämrades. Sverige och övriga Västeuropa gick nästan omedelbart över till ett nytt system med fasta växelkurser.<sup>19</sup> Kronan devalverades dock vid ett flertal tillfällen inom detta system. Det handlade inte minst om att justera valutan för dollarfallet.

<sup>19</sup> Valutaormen 1973-1979 med kronan knuten mot D-marken, ERM 1979-1991 med en vägd valutakorg

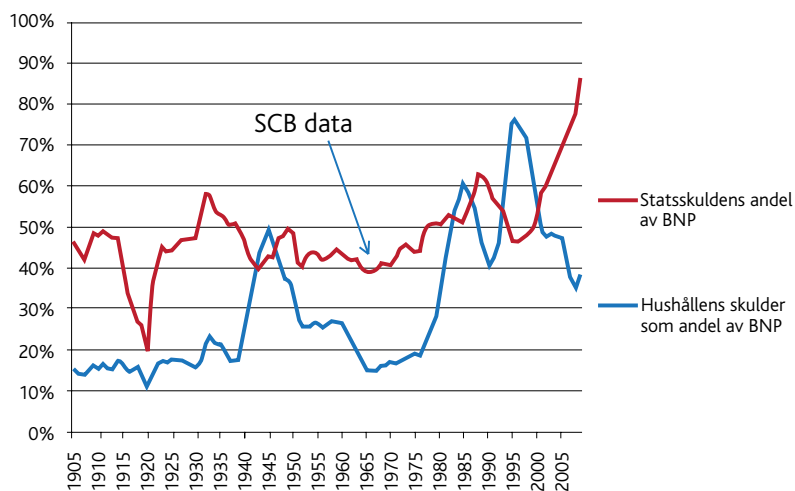
Ytterst få observatörer hade dock uppmärksammat att den rekorderliga tillväxten under 1950- och 1960-talen egentligen var ett utslag av såkallad upphinnartillväxt. Inte bara Sverige, utan hela Västeuropa närmade sig de amerikanska produktivetsnivåerna. Ju lägre inkomstnivå 1950 desto snabbare tillväxt 1950 till 1973. Fenomenet förutspåddes av Solow redan 1956 och förklaras av att kapitalets marginalproduktivitet är lägre i lågproduktiva länder.<sup>20</sup> Det beror på en låg kapitalintensitet i kombination med allmänt avtagande marginalavkastning på kapital. Det finns med andra ord utrymme för investeringar. För Sveriges del upphörde upphinnartillväxten omkring 1975 vilket innebar att produktivitetstillväxten växlade ned till ungefär samma takt som den amerikanska. De ekonomiska aktörerna baserade dock sina förväntningar på framförallt 1960-talets utveckling.

Ett decennium som egentligen präglades av unik upphinnartillväxt kom att ses som norm för tillväxt och framsteg. De löneökningar som förhandlades fram låg på nivåer som hade varit förnuftiga under 1960-talet. Men eftersom produktivitetstillväxten nu var lägre ledde de nominella löneökningarna till en ökad inflation. Detta försvagade ytterligare den svenska ekonomins konkurrenskraft. Det stod också klart att flera av de företag som burit den svenska tillväxten stod på ruinens brant. Det gällde till exempel Grängesberg och Stora Kopparberg samt viktiga företag inom den enormt viktiga varvsindustrin. Samtidigt som staten tog över de krisdrabbade stål- och varvsföretagen satsade man på att bygga ut den offentliga tjänsteproduktionen för att hålla uppe efterfrågan. Statens skuldsättning ökade nu mycket snabbt.

<sup>20</sup> Solow, R. M., Technical change and the aggregate production function, *Review of Economics and Statistics*, vol. 39, 1956 pp. 312-320

År 1975 motsvarade statsskulden ungefär 20 procent av BNP. Utvecklingen framgår av figur 1.1

Figur 2.1. Stats- och hushållskuldernas andel av BNP. Sverige 1905-2009



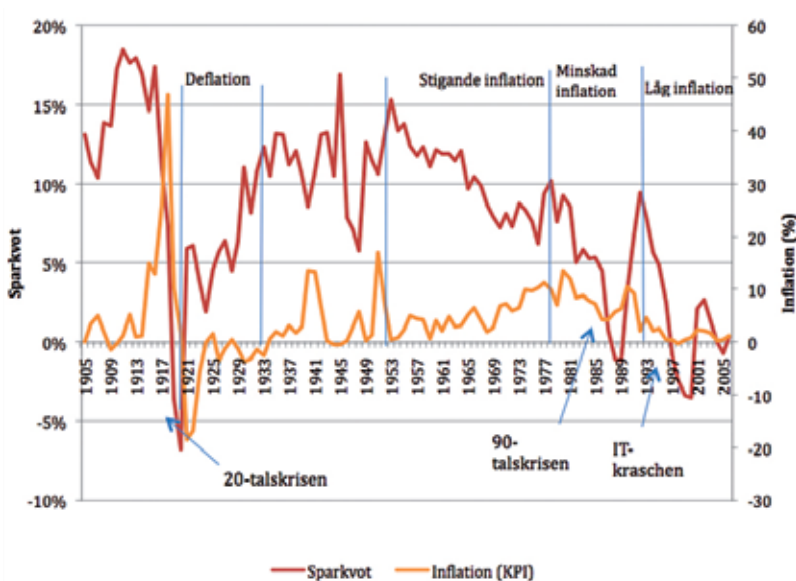
Källa: Hushållens skulder före 1970 är baserat på sparbankernas och bostadshypoteksinstitutens utlåning. Se Adams, M. Andersson, J. Andersson, L.F. & Lindmark, M (2008) *Commercial banking, insurance and economic growth in Sweden between 1830 and 1998*, Accounting, Business & Financial History. Den disponibla inkomsten är efter 1970 hämtad från SCB och före 1970 från Vikström, P. (2002) *The Big Picture*, Umeå Studies in Economic History. BNP är hämtat från Krantz, O. & Schön, L. (2007) *Swedish Historical National Accounts 1800-2000*. Lund Studies in Economic History.

Tio år senare var statsskulden uppe i sextio procent. Det var historiskt rekord. År 1945 hade den bara varit femtio procent av BNP. Från 1985 kom dock statsskulden att minska. Det är i sig en viktig omständighet som vi kommer att återvända till.

Hushållens skuldkvot ökade också från 1970-talets början. Troligen började ökningen av skuldkvoten redan under 1950-talet men från låga nivåer och relativt långsamt. Det finns dock ingen officiell statistik för hushållens skuldsättning före 1970 varför tolkningen av perioden 1905-1969 bör göras med viss försiktighet.

Inflationen hade varit förhållandevis hög i jämförelse med andra länder och var dessutom svagt ökande också under 1950- och 1960-talen. Detta framgår av figur 2.2.

Figur 2.2. Sparkvot och inflation (KPI) i Sverige 1905-2009



Källa: Den disponibla inkomsten är efter 1970 hämtad från SCB och före 1970 från Vikström, P. (2002) *The Big Picture*, Umeå Studies in Economic History. Konsumtionen är hämtat från Krantz, O. & Schön, L. (2007) *Swedish Historical National Accounts 1800-2000*. *Lund Studies in Economic History*. KPI är hämtad från . Edvinsson, R., Jacobson, T., Waldenström, D. (2010) *Exchange rates, Prices and Wages, 1277-2008*, Sveriges Riksbank, Ekerlids Förlag. Data från Riksbanken.

I takt med den ökande inflationen minskade också hushållens sparkvot. Räntorna hade också stigit under hela efterkrigstiden och låg under 1980-talet på 10 procent. Inflationen var dock hög vilket innebar att realräntorna var låga under huvuddelen 1970-talet.

Av figur 2.2 framgår också några generellt intressanta samband. Under mellankrigstidens deflation ökade sparkvoten.<sup>21</sup> Det förklaras av att den framtida konsumtionen förväntas bli billigare. Effekten blir att sparandet ökar och konsumtionen minskar. Nackdelen är att den svaga efterfrågan leder till långsam tillväxt och arbetslöshet. Deflationen gör också att företagets intäkter sjunker samtidigt som det reala värdet av företagets skulder ökar.<sup>22</sup> I dagens situation är inflationen mycket låg. Sparkvoten som legat nära noll under 2000-talet är dock under 2010 på väg upp. En förklaring till 2000-talets låga sparande skulle kunna vara hushållens snabbt stigande förmögenheter i finansiella tillgångar och fastigheter. Hushållen behöver inte spara för att bli förmögna.

<sup>21</sup> Under perioden fördes en medveten deflationspolitik för att återställa växelkurserna, eller egentligen valutans värde i guld, till situationen för Första världskriget.

<sup>22</sup> Irving Fisher lanserade uttrycket »skulddeflation« år 1932 för att beskriva att skuldernas realvärde stiger när priserna faller. Försök att minska skulderna leder till att efterfrågan minskar än mer, vilket ökar deflationen.

Under perioden 1950 till 1979 ökade inflationstakten. Det ledde till en minskad sparkvot. En förklaring är att den framtida konsumtionen förväntas bli dyrare. En annan är att hushållen helt enkelt valde att öka sin skuldsättning i ljuset av den goda ekonomiska utvecklingen under konvergenstillväxtens tidevarv. Den ökade konsumtionen förstärkte tillväxten och bidrog därmed till den låga arbetslösheten. Att tillväxten ändå blir historiskt låg under 1970-talet framstod som en överraskning men hade att göra med att konvergenstillväxten mot USA avstannade, vilket också sammanföll med att också produktivitetstillväxten i USA blev lägre.<sup>23</sup>

Sverige var under både 1950- och 60-talen inne i en period av snabb omvandling och urbanisering. Därmed fanns ett mycket stort behov av nybyggnationer. Omfattande subventioner till fastighetsmarknaden i form av bostadsbidrag, räntebidrag, generösa avdragsmöjligheter för nominella räntekostnader användes för att öka byggandet. Samtidigt reglerades kreditgivningen av de system som hade introducerats med Bretton Woods systemet. Riksbanken levererade helt enkelt inte kontanter enbart på basis av bankernas önskemål. Den här typen av regleringar fanns i hela västvärlden och skulle säkerställa försvaret av de fasta växelkurserna under Bretton Woods systemet.

## 2.2. Utvecklingen under 1980-talet

Regleringarna avskaffades i november 1985 vilket bland annat innebar att Riksbanken utan restriktioner levererade den mängd kontanter som bankerna behövde för sin kreditgivning. I ett avreglerat system arbetar Riksbanken i huvudsak med den korta räntan. Men eftersom Sverige tillämpade en fast växelkurs var inte räntan ett särskilt ändamålsenligt styrinstrument. Orsaken är att en höjd ränta destabiliserar valutakursen genom att attrahera utländskt kapital. Således återstod finanspolitiken som det beprövade medlet att påverka den totala efterfrågan.

Den kreditexpansion som följde efter avregleringen var dock mycket större än vad som kunde motverkas med hjälp av statsbudgeten. Staten minskade kraftigt sin skuldsättning under 1980-talet. År 1990 var den nere i 40 procent av BNP. Samtidigt gick ekonomin på högvarv och börskurserna steg. Detta förefaller att ha bidragit till att hushållen var villiga att öka sin skuldsättning.

Riksbanken kontrollerar idag penningmängden huvudsakligen med den korta styrräntan. Men enligt George Soros är det inte det samma som att kontrollera krediterna. Man måste även ta hänsyn till viljan att

<sup>23</sup> För en analys av svensk konvergenstillväxt mot USA se: Svanlund, J. Svensk och finsk upphinnartillväxt. Faktorpris- och produktivitetstjämförelse mellan Finland och Sverige 1950-2000. Umeå Studies in Economic History 38.

bevilja krediter. Den viljan är för stor om låntagare kan få för stora lån på basis av inadekvata säkerheter.<sup>24</sup> Under slutet av 1980-talet hade mekanismerna att motverka den stora viljan precis avskaffats. Faktum är att realräntorna ökade från 1981 för att nå sitt maximum 1988.<sup>25</sup> Det var alltså inte låga realräntor som gjorde att hushållen ökade sina skulder.<sup>26</sup>

Under åren 1988 och 1989 ökade nettoutlåningen med hisnande 250 miljarder. Under 1980-talet blev det också möjligt för hushållen att belåna sina fastighetstillgångar.<sup>27</sup> De subventionssystem som hade introducerats under 1960-talet kom nu att samverka med den starka tillväxten som följde på den stora devalveringen samt med bankernas bredvillighet att låna ut stora belopp. Hushållens skulder utgjorde 1988 över 60 procent av BNP. En stor del av utlåningen fann sin väg till fastighetsmarknaden. Detta ledde till kraftigt stigande fastighetspriser och ökade förväntningar om framtida fastighetsprisstegringar. En prisbubbla hade uppstått på fastighetsmarknaden.

Prisutvecklingen för fastigheter överskred med råge hyresutvecklingen. Eftersom priset på framförallt kommersiella bostäder teoretiskt ska baseras på de framtida hyresintäkterna visar utvecklingen på en stark framtidstro eller mer troligt ett färskocks beteende. Om 1870-talets början var operahusens tidevarv var det sena 1980-talet de inglasade kontorshusens gyllne period.

En första justering av fastighetspriserna kom 1989/90. Den svenska konsumtionen var nu delvis lånedriven i och med att sparandet var negativt. I maj 1990 varnade också tidningen Fastighetsvärlden för att bubblan var på väg att brista. Nästa år kom raset. Facit blev att fastighetspriserna föll med omkring 30 procent mellan 1989 och 1992. Samtidigt med de fallande fastighetspriserna minskade också hushållens finansiella tillgångar med ungefär lika mycket. Nu minskade också inflationen kraftigt i och med att Sverige gick in i den värsta depressionen sedan 1921.

När förmögenheterna och fastighetspriserna föll, ökade hushållens sparande dramatiskt. Och precis som under det tidiga 1920-talet ledde den kraftigt minskade efterfrågan till ökad arbetslöshet. Hushållen fortsatte att minska sina skulder ända fram till 1995. Det hade då gått sex år sedan de första tecknen på att bubblan höll på att brista hade märkts.

Krisen slog hårt mot statens finanser och samtidigt som hushållen minskade sina skulder exploderade den statliga skuldsättningen. Här var givetvis de omfattande stöden till bankerna en viktig orsak. Sverige til-

<sup>24</sup> Det kan också påpekas att viljan att skuldsätta sig också borde beaktas.

<sup>25</sup> Nivån var den samma som 1932 alltså strax innan Sverige devalverade den gången.

<sup>26</sup> Se figur 2.9.

<sup>27</sup> Se exempelvis analyser av Andre vice riksbankschef Eva Srejber, Fastighetsmarknaden och konjunkturutvecklingen i Sverige, 2001-05-09 samt Vice riksbankschef Lars Nyberg, Utvecklingen på fastighetsmarknaden, 2003-09-02

lämpade en fastväxelkurs och när det stod klart att kronan inte kunde försvaras fick inte bankerna utländska krediter.<sup>28</sup> Detta skapade en akut likviditetskris. Icke för ty kom betydande delar av hushållens skulder att hamna i knäet på staten. Vidare kom minskningen av hushållens skuldsättning att i betydande utsträckning ske via försäljning av finansiella tillgångar. Tillgångsvärderna föll därmed ytterligare. När efterfrågan minskar ökar konkurserna. Under 1990-talkrisen gjorde också bankerna stora kreditförluster på företagslånen.

Mellan 1990 och 1995 ökade statsskulden till 75 procent av BNP. Hushållens skuld var nu nere i 46 procent av BNP. Ett mönster börjar framträda. När hushållens skulder minskar så ökar statens skuldsättning och när hushållens skulder ökar så minskar statsskulden. Det upptäckte den uppmärksamme läsaren vid studiet av figur 2.1. Appelgren har påpekat att frågan om kausalitetens riktning inte är möjlig att besvara empiriskt, med vilket vi får nöja oss tillsvidare.<sup>29</sup> Frågan om kausaliteten behandlas dock tentativt längre fram i arbetet och i slutdiskussionen.

### 2.3. Utvecklingen efter 1995

Den svenska ekonomin började definitivt återhämta sig efter 1995. Hushållens skuldsättning började på nytt att öka och med den stigande tillväxten kunde statens skuldsättning minska. Dåvarande finansminister Göran Perssons berömda citat ”den som är satt i skuld är icke fri” illustrerar perioden. Som vi har sett kommer en ökad kreditgivning till hushållen att möjliggöra en minskad statsskuld även om kausaliteten är något oklar. År 2007 var statsskulden nere under 40 procent av BNP medan hushållens skuld var uppe i 72 procent. År 2009 var hushållens skuldsättning uppe i nära 90 procent av BNP. Vi är nu tillbaka vid temat för inledningen. Eftersom skuldsättningen är så pass tydligt i motfas mellan staten och hushållen kan vi ganska enkelt se vilka faktorer som hade kunnat leda till en kraftigt minskad skuldsättning för hushållen.

Redan av figur 2.1 framgick det att det historiskt bara är ekonomiska kriser och krig som leder till en kraftigt ökad statlig skuldsättning i förhållande till BNP: 1928-32, 1937-45, 1974-85 och 1990-95. Dessa perioder sammanfaller också ungefärligen med en minskad skuldsättning bland hushållen. Vi kan också konstatera att den svenska statens utrymme att öka sin skuldsättning faktiskt var ganska stort 2007. Det berodde på att den statliga skuldsättningen i förhållande till BNP låg på 1970-talets nivåer.

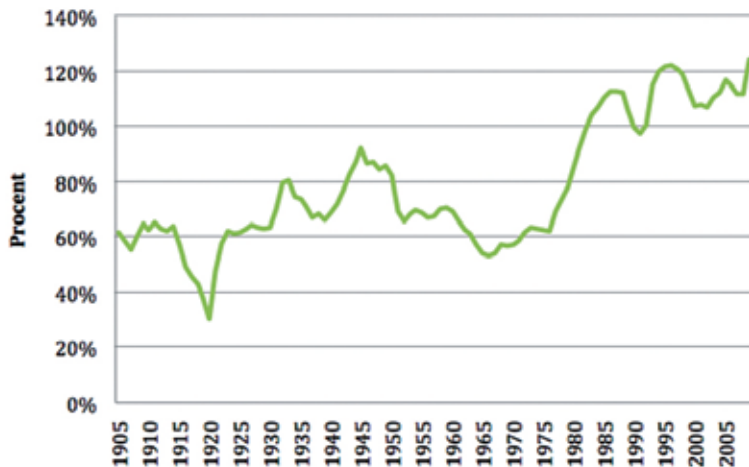
Hade det däremot skett en omfattande bankkollaps 2008, troligen med centrum i de svenska storbankernas kreditgivning i Baltikum, hade tveklöst statens budgetunderskott blivit mycket större.

<sup>28</sup> Se te x Bäckström, U. (1998) Finansiella kriser. Svenska erfarenheter, Ekonomisk Debatt, 26:1

<sup>29</sup> Appelgren, J. (2010) *Kunna vilja våga. Finanspolitik under krisen*, Global utmaning.

Av figur 2.1. framgick det vidare att det verkar som att hushållens skuldsättning är i motfas med statens skuldsättning. Det innebär att statens och hushållens samlade skulder torde vara approximativt konstanta i förhållande till BNP. Detta visas i figur 2.3.

Figur 2.3. Hushållens och statens samlade skulder i förhållande till BNP. Sverige 1905-2009

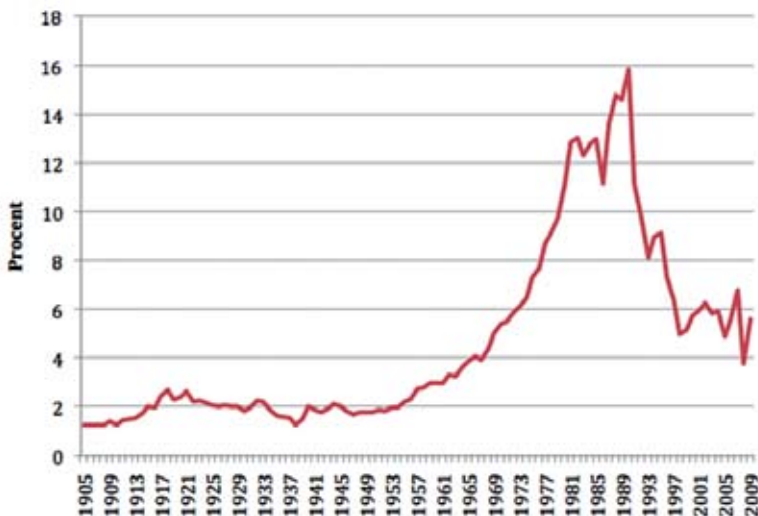


Källa: Hushållens skulder före 1970 är baserat på sparbankernas och bostadshypoteksinstitutens utlåning. Se Adams, M. Andersson, J. Andersson, L.F. & Lindmark, M (2008) Commercial banking, insurance and economic growth in Sweden between 1830 and 1998, Accounting, Business & Financial History. Den disponibla inkomsten är efter 1970 hämtad från SCB och före 1970 från Vikström, P. (2002) The Big Picture, Umeå Studies in Economic History. BNP är hämtat från Krantz, O. & Schön, L. (2007) Swedish Historical National Accounts 1800-2000. Lund Studies in Economic History.

Av figuren framgår det att påståendet stämmer. De samlade skulderna har fluktuerat mindre än de underliggande serierna som visades i figur 2.1. Helt konstant är dock inte förhållandet. För det första ökade skuldsättningen kraftigt i förhållande till BNP under perioden 1975 till 1985. Kontrasten är stor mot perioden 1905 till 1975 då de samlade skulderna faktiskt var mer eller mindre konstanta i förhållande till BNP. Efter 1985 förefaller trenden ha varit svagt uppåtgående. Bilden förmedlar alltså inte samma dramatik som när vi enbart studerar hushållens eller statens skuldsättning. Däremot illustreras det faktum att statens och hushållens skuldsättning är kommunicerande kär. Av figuren framgår dock att det skedde ett trendbrott skedde under 70-talskrisen. Exakt varför det skedde är svårare att förklara. Tidigare kriser som de under 1920- och 1930-talskriserna lämnade inte samma tydliga spår.

Som tidigare nämnts hade en svensk bankkras 2008 ökat statens utgifter dramatiskt. Det ökade lånebehovet hade pressat upp räntorna och hushållen hade fått problem. En springande punkt är om hushållen klarar räntebetalningarna. Framförallt om någon i hushållet blir arbetslös. Också en Internationell ekonomisk kris som påverkar räntorna får dramatiska effekter om svenska räntor mer eller mindre oförskyllt dras med i ränteuppgången. Dagens irländska kris pekar på att hotbilden kan vara akut. Tvingas Euroländerna till ytterligare omfattande stödåtgärder och nödlån är risken mycket hög för stigande räntor. En empirisk fråga är hur hushållens räntekvot, det vill säga räntekostnadernas andel av de disponibla inkomsterna har utvecklats. Figur 2.4. visar utvecklingen av hushållens räntekvot över perioden 1905 till 2009.

Figur 2.4. De svenska hushållens räntekvot 1905-2009



Källa: Räntor och inflation.från Edvinsson, R., Jacobson, T., Waldenström, D. (2010) *Exchange rates, Prices and Wages, 1277-2008*, Sveriges Riksbank, Ekerlids Förlag. Data från Riksbanken. Hushållens skulder före 1970 är baserat på sparbankernas och bostadshypoteksinstitutens utlåning. Se Adams, M. Andersson, J. Andersson, L.F. & Lindmark, M (2008) *Commercial banking, insurance and economic growth in Sweden between 1830 and 1998*, Accounting, Business & Financial History. Den disponibla inkomsten är efter 1970 hämtad från SCB och före 1970 från Vikström, P. (2002) *The Big Picture*, Umeå Studies in Economic History.

Dagens räntekvot är alltså inte exceptionellt hög. Den ligger snarast på det tidiga 1970-talets nivåer. Samtidigt är det tydligt att räntekvoten ökade stadigt redan från 1950-talet fram till 1980. Den steg ytterligare under den sista halvan av 1980-talet för att då nå sin historiskt högsta

nivå. Hushållen använde då ungefär 16 procent av inkomsterna för att betala räntor. De höga skuldsättningsnivåerna gör dock att en ökning av räntorna; vare sig ökningarna orsakas av att den svenska staten tvingas låna, att tillväxten skapar inflation eller att räntorna går upp till följd av en extern ekonomisk kris, blir problematisk. Den stora frågan är hurvida en anpassning av det som kan förmodas vara en historiskt kraftig obalans måste ske via en krasch eller om det finns utrymme för en mer ordnad reträtt.

Låt oss göra ett litet experiment av gangsterberäkningskaraktär. Antag att hushållen föredrar en räntekvot som motsvarar medelvärdet sedan 1996 alltså strax under 6 procent. Antag vidare att Riksbanken återgår till normalräntan för perioden, alltså runt 4,7 procent. En sådan ökning ger en räntekvot som är ungefär hälften av nivån under slutet av 1980-talet. För att komma ned till de föredragna 6 procenten skulle då hushållen behöva minska sina skulder med 700 miljarder, vilka via de automatiska stabilisatorerna, kommer att hamna hos staten. Det innebär att statsskulden ökar till över 60 procent av BNP. Nivån är precis på gränsen för deltagande i Eurosamarbetet med fortfarande långt under många andra staters skuldkvoter.

Rent erfarenhetsmässigt är det inte troligt att minskade hushållsskulder kommer att ske gradvis. De har sällan gjort det även om det är möjligt att perioden 1932 till 1943 faktiskt var en period med sakta minskande hushållsskulder. Innan vi fortsätter att analysera och diskutera den frågan ska vi dock se närmare på hushållens ekonomi sedan 1970-talet.

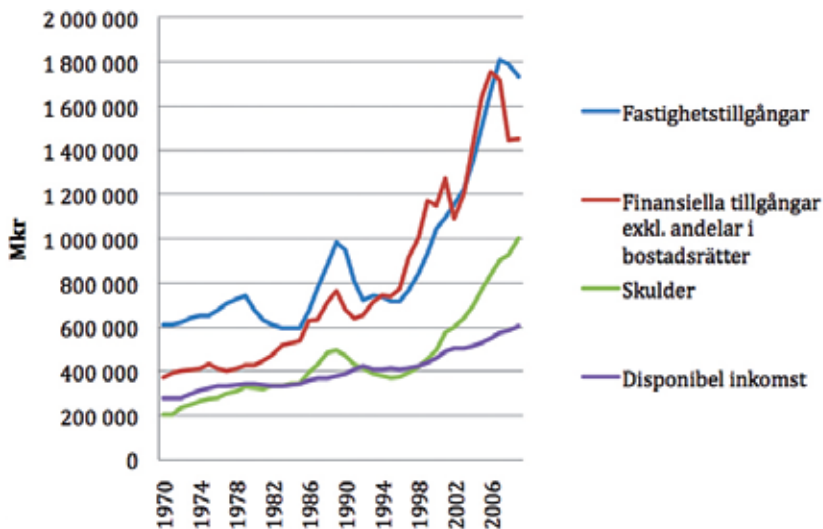
## 2.4. Skuldsättningens direkta drivkrafter

Som tidigare konstaterats finns det ett samband mellan statens och hushållens skuldsättning. Samtidigt är det ställt bortom allt rimligt tvivel att det i huvudsak är de stigande fastighetspriserna som drivit på skuldsättningen, eller som George Soros valde att se det, att kreditgivningen i sig har drivit på fastighetspriserna. Vi har också kunnat konstatera att räntekvoten har varit historiskt låg under perioden 1995 till 2009. En generellt låg räntenivå har alltså möjliggjort för hushållen att öka sin skuldsättning.

Givet de låga räntorna har givetvis en ökad kreditvolym, eller egentligen en ungefärligen bibehållen kreditvolym, varit viktig för bankers och andra kreditinstituts inkomstutveckling. Figur 2.5. visar hur hushållens

reala fastighetstillgångar, finansiella tillgångar och skulder samt reala inkomster har utvecklats sedan 1970.<sup>30</sup> KPI har använts för fastprisberäkningarna av samtliga serier.

Figur 2.5. Hushållens tillgångar, skulder och inkomster 1970-2007. 1981-års priser



Källa: SCB

Värdet av fastighetstillgångarna har uppenbarligen utvecklats på ungefär samma sätt som skulderna. Värdet på fastigheterna är dock över hela perioden större än skulderna. Det har inte heller skett dramatiska förändringar i lånegraden över perioden.

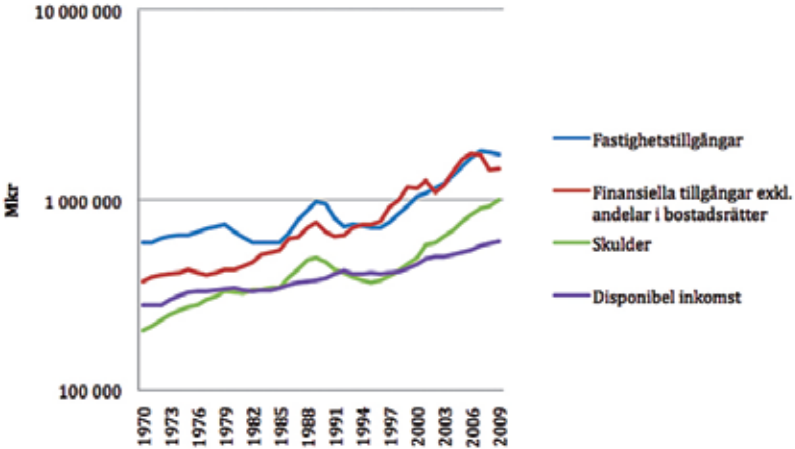
En förklaring är att det bara är en mindre del av fastighetsstocken som faktiskt omsätts. Det samma gäller för övrigt vid en kris. De flesta hushållen är tillräckligt solida för att klara en kris. Men eftersom det är hushållen på marginalen, de som tvingas sälja, som sätter priset kan fastighetspriserna falla rejält. Det avgörande är hur många som tvingas ut på marknaden vid en krasch.

Hushållens finansiella tillgångar har också utvecklats mer positivt än skulderna. Sammantaget ser alltså inte hushållens förmögenhetsställning särskilt oroande ut. Tillgångarna är en hel del större än skulderna. Jämför vi de disponibla inkomsterna står det dock klart att både skulder och tillgångar har en klart starkare utveckling. Hur utvecklingen har sett

<sup>30</sup> Motsvarande figur för USA återfinns i Glick, R. & Lansing, K.J. US "Household Deleveraging and Future Consumption Growth", FRBSF Economic Letter Number 2009-16, May 15, 2009

ut framgår med större skärpa i figur 2.6. där Y-axeln visas i logaritmisk skala. Man kan då jämföra de olika seriernas tillväxttakter.

Figur 2.6. Hushållens tillgångar, skulder och inkomster 1970-2007. 1981-års priser. Semilogaritmisk skala



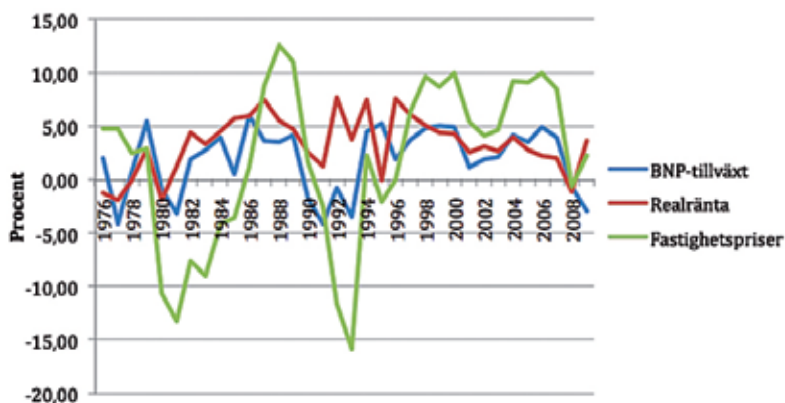
Källa: SCB

Som tidigare visats ökade hushållens skulder snabbare än de disponibla inkomsterna dels under 1970-talets första hälft samt från mitten av 1990-talet och framåt. De finansiella förmögenheterna ökade snabbare än de reala disponibla inkomsterna redan från slutet av 1970-talet. En kraftig ökning av fastighetstillgångarnas värde i förhållande till inkomsterna noteras för dels det sena 1980-talet och dels från perioden 1995 och framåt. Hushållens exponering för förändringar av tillgångspriser och skuldräntor har således ökat högst påtagligt sedan främst mitten av 1990-talet. Samtidigt kan vi också konstatera att de stigande fastighetsvärdena förefaller att vara del av en mer övergripande stegring av tillgångsvärdena. Vi måste då ställa frågan om det är rimligt att tillgångsvärdena stiger snabbare än de disponibla inkomsterna på längre sikt.

Svaret är nej. Orsaken är att tillgångspriserna skall avspegla tillgångens framtida avkastning. Det är inget annat än de inkomstströmmar som kan genereras av tillgången. Om tillgångspriserna långsiktigt ökar snabbare än BNP innebär det att när tillgången realiserats i framtiden för att kunna användas till konsumtion så kommer den sammanlagda köpkraften av löner och de realiserade förmögenheterna att vara större än BNP. Det är givetvis omöjligt. Effekten blir en ökad inflation som minskar det reala köpvärdet av tillgången till dess att den faktiska avkastningen motsvara en värdeökning som ligger i linje med BNP utvecklingen. För den

enskilde aktören förefaller det som att det finansiella sparandet ökar det framtida konsumtionsutrymmet. Det gör det givetvis men bara till en viss grad. På långsikt och för hela ekonomin bör alltså avkastningen ungefärligen vara i paritet med den reala BNP-tillväxten. Figur 2.7. visar den reala BNP-tillväxten, realräntan och de reala fastighetspriserna i Sverige 1976 till 2009. Precis som förut är fastprisberäkningen gjord med hjälp av KPI.

Figur 2.7. Den reala BNP-tillväxten, realräntan och de reala fastighetspriserna i Sverige 1976 till 2009

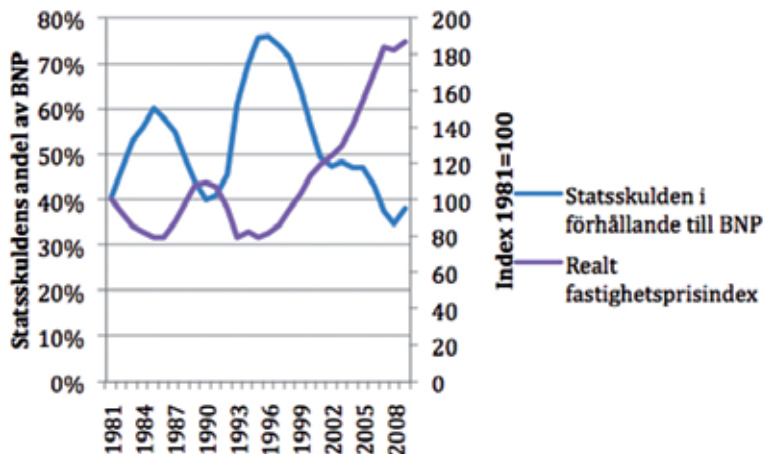


Källa: SCB och Riksbanken

BNP-tillväxten och den långa real räntan har alltså följt varandra relativt väl sedan mitten av 1970-talet. Fastighetspriserna har dock upplevt en betydligt högre tillväxt under framförallt perioden efter mitten av 1990-talet.

Vi har tidigare konstaterat att det finns ett omvänt förhållande mellan statens och hushållens skuldsättning. Vi har också konstaterat att långivningen till hushållen har drivit fastighetspriserna. Det bör således finnas ett direkt inverterat samband mellan statens skuldsättning och bostadspriserna. Detta visas i figur 2.8.

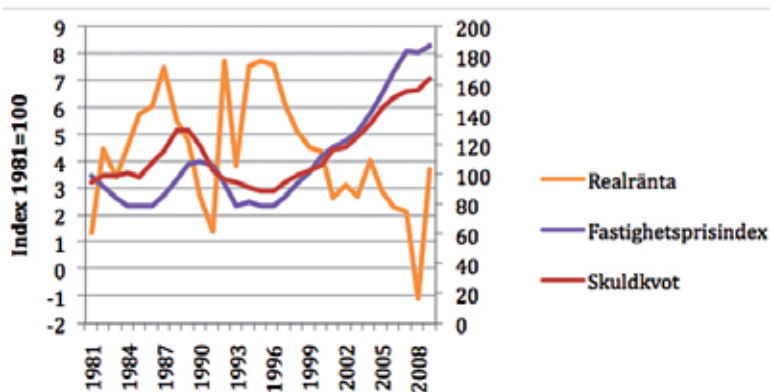
Figur 2.8. Sambandet mellan statsskuldens andel av BNP och fastighetspriserna



Källa: SCB

Sambandet är alltså högst uppenbart. Det förefaller alltså som att det är via finanspolitiken som man kontrollerar hushållens skuldsättning men kausaliteten kan också, som tidigare antytts, vara den omvända. Det kan vara hushållen som bestämmer finanspolitiken eftersom förändringar i skuldsättningen påverkar tillväxten vilken via de automatiska stabilisatorerna påverkar statens skuldsättning. Mekanismen är efter 1996 realrätan vilket framgår av figur 2.9. som visar realrätan, fastighetsprisindex och hushållens skuldkvot.

Figur 2.9. Realrätan, fastighetspriser och hushållens skuldkvot 1981-2009.



Källa: SCB

Att ett tydligt samband med realräntan och skuldsättningen uppstår först under mitten av 1990-talet kan förklaras av att den monetära regimen förändrades under hösten 1992. Sverige övergick då till flytande växelkurs och räntan blev på nytt det huvudsakliga instrumentet i stabiliseringspolitiken. Finanspolitiken har i konsekvensens namn inte använts aktivt under vare sig socialdemokratiska eller borgerliga regeringar egentligen efter avregleringen av finansmarknaderna 1988. De direkta orsakerna bakom hushållens skuldsättning förefaller alltså relativt klara.

Under 1970-talet ökade statens upplåning dramatiskt för att finansiera finanspolitiken. De nominella räntorna pressades upp, men inte i samma takt som inflationen, vilket ledde att realräntan var negativ eller mycket låg och statens kostnader för lånen var relativt beskedlig. Det löste dock inte problemet med bristande konkurrenskraft och 1982 devalverades kronan, vilket ledde till en svensk exportledd tillväxtboom. Efter avregleringen av kreditmarknaden i mitten av 80-talet förändrade tillväxten karaktär och hemmamarknaden tog över taktpinnen. Förbättrad inkomstutveckling, men också snabbt ökande skuldsättning, satte hushållen i förarsätet igen. I spåren av detta ökade också tillgångspriserna, inte minst på fastigheter – hushållen absolut viktigaste förmögenhetstillgång. Ökade skatteinkomster och minskade transfereringar skapade överskott i budgeten och statens skuldsättning relativt BNP, som ökat fram till 1985, började nu minska -samtidigt som hushållens ökade.

När hushållen i slutet av 80-talet börjar öka sitt sparande i spåren av skattereformen, som gjorde det dyrare att ha lån, och det försämrade konjunkturläget, faller tillväxten och en positiv spiral byts till en negativ. I början av 90-talet ökar sparandet ytterligare; tillgångspriser och tillväxt faller. Tillväxten är negativ tre år i följd och ca 500000 arbetstillfällen försvinner. Det innebär också att nu ökar istället statens utgifter för konjunkturpolitiska insatser samtidigt som inkomsterna, betalda skatter, faller påtagligt, vilket skapar ett underskott som staten täcker genom ökad upplåning - statens skulder ökar och hushållens minskar.

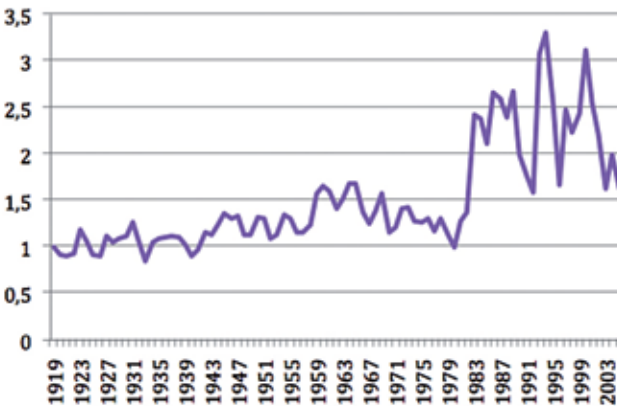
Givet konjunkturjusterad skuldkvot förefaller sålunda konjunkturförloppet leda till att skulder flyttas från det privata till det offentliga. Slutsatsen blir att när hushållen ägnar sig åt skuldavveckling tenderar det att bli dyrt för staten. Självklart kommer alla stater att hålla emot, vilket även Sverige gjorde i början av 90-talet, men om staten fullt ut skulle vägra att ta emot hushållens skulder skulle det innebära att ekonomin faller in i en mycket värre situation där en deflationsspiral riskerar hålla tillbaka återhämtningen under lång tid. Situationen hade då närmast påmint om mellankrigstiden.

## 2.5. Aktieprisernas utveckling

Ett annat tecken på stigande tillgångspriser är utvecklingen på aktiemarknaden. Ett vanligt mått, för vilket vi också har historiska data, är P/E tal, alltså förhållandet mellan aktiers pris och utdelning. Det är alltså ett mått på hur mycket investerarna är villiga att betala för en viss utdelning. Höga P/E tal visar att investerarna räknar med stigande framtida vinster. Det man betalar för är således inte dagens avkastning utan en förväntad hög framtida avkastning. Samtidigt kan ett högt P/E tal vara ett tecken på en bubbla. Det som driver investerarna är egentligen inte utdelningen utan förväntningar på att göra regelrätta kursvinster.

Figur 2.10 visar svenska P/E tal från 1919 till 2007 uttryckt som ett index. Ingående data är Riksbankens historiska aktieindex och utdelningsindex.

Figur 2.10. P/E-tal på Stockholms fondbörs 1910-2009. Index 1910=1



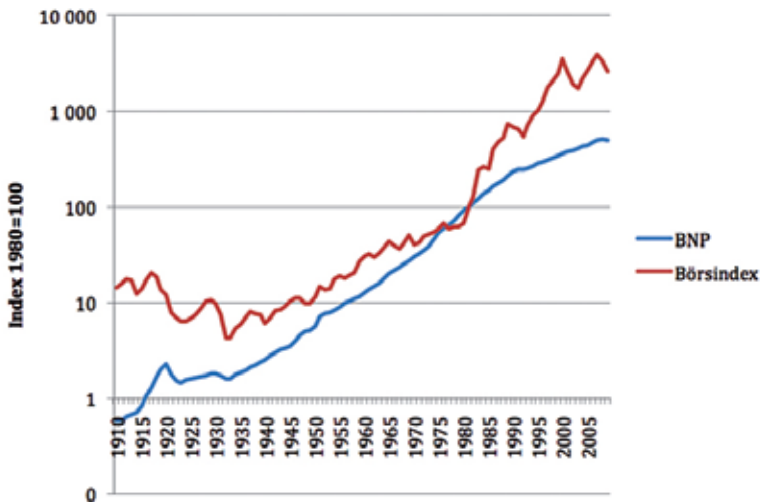
Källa: Edvinsson, R., Jacobson, T., Waldenström, D. (2010) *Exchange rates, Prices and Wages, 1277-2008*, Sveriges Riksbank, Ekerlids Förlag. Data från Riksbanken

Utvecklingen 1919 till 1981 rymde inte några större förändringar. Både utdelningar och börsindex följde varandra relativt väl. De goda åren under 1950- och 60-talen visade visserligen något ökade P/E-tal. Det är i och för sig inte särskilt märkligt eftersom tillväxten i den svenska ekonomin var synnerligen god varför placerare kunde räkna med stigande framtida vinster. I början av 1980-talet ökade dock P/E-talen till en ny nivå motsvarande ungefär en fördubbling av priset per utdelad krona. Vi ser också att volatiliteten ökade kraftigt. 1990-tals krisen märks tydligt,

liksom IT-boomen den efterföljande kraschen. Sammantaget tyder alltså de kraftigt ökade tillgångspriserna, hushållens ökade skuldsättning och de stigande P/E-talen på att det finns ett överskott på investeringsvilligt kapital som driver prisutvecklingen. Därmed ligger det i farans riktning att spekulering i fortsatt ökade priser snarare än fundamentalanalys har styrt den finansiella utvecklingen under en relativt lång period.

För att ytterligare illustrera att tillgångspriserna har utvecklats på ett högst exceptionellt sätt sedan 1980-talet visas index för Stockholmsbörsen tillsammans med BNP i figur 2.11. Båda serierna uttrycks i löpande priser.

Figur 2.11. Börsindex och BNP i Sverige 1910-2009. Löpande priser. Index 1981=100. Semilogaritmisk skala



Källa: Edvinsson, R., Jacobson, T., Waldenström, D. (2010) *Exchange rates, Prices and Wages, 1277-2008*, Sveriges Riksbank, Ekerlids Förlag. Data från Riksbanken. BNP är hämtat från Krantz, O. & Schön, L. (2007) *Swedish Historical National Accounts 1800-2000*. Lund Studies in Economic History

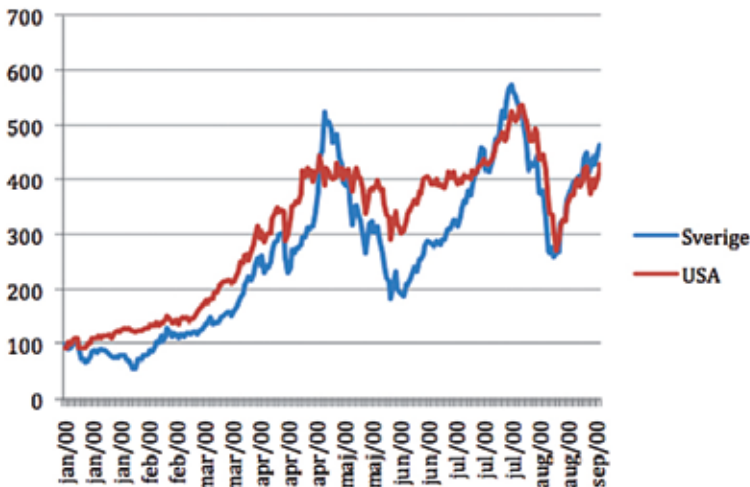
Till att börja med kan vi konstatera att det är möjligt med långsiktigt fallande aktiekurser. Stockholmsbörsen föll trendmässigt under hela perioden 1917 fram till 1934 då den stora devalveringen av kronan 1931 började ge fart åt ekonomin. Från 1934 till mitten av 1960-talet utvecklades börsen och BNP i nära nog samma takt. Vid den här tidpunkten började dock upphinnartillväxten att avta. Börsutvecklingen var också svag från omkring 1965 för att försvagas ytterligare under 1970-talet.

Från 1980-talets början påbörjas dock en utveckling som vida överträffade BNP-tillväxten. För att förstå den här utvecklingen måste vi beakta den internationella utvecklingen. Vid den här tidpunkten avskaffade USA begränsningarna att placera pensionssparande i aktier. Samtidigt höjde man styrrentan till 15 procent för att attrahera utländskt kapital och finansiera underskotten i bytesbalansen. I Sverige infördes 1984 särskilda skatteregler för allemanssparande i aktier. Från att ha varit ett instrument främst för bolagskontroll blev aktier ett placeringsobjekt för hushållens sparande, pensionsfonder och försäkringsparande.

1990-talskrisen innebar ett första bakslag, liksom IT-kraschen och finanskrisen 2008. Det står alltså bortom all tvekan att aktiepriserna genomgick en dramatisk ökning från 1980-talet. Som framgick av P/E-talens utveckling var det inte frågan om att vinsterna ökade. KPI kan inte på lång sikt förväntas avvika nämnvärt från företagets priser PPI. I vilken utsträckning är då de stigande aktiepriserna ett svenskt fenomen. Svaret är att utvecklingen i ytterst liten omfattning har med Sverige att göra.

Figur 2.12. visar börsutvecklingen i New York och Stockholm mellan januari 1990 och oktober 2010. Likheten är slående. Uppenbarligen håller antagandet om en marknad och ett pris.

Figur 2.12. Börsutvecklingen i Sverige och USA januari 1990 till oktober 2010. Index jan 1990=100



Källa: Näringslivets ekonomifakta

Det är alltså bara i detaljerna som det finns ett unikt svenskt mönster. Vi kan alltså konstatera att hushållens skuldsättning har drivits av stigande fastighetspriser men att denna utveckling bara är del av generellt stigande tillgångspriser.

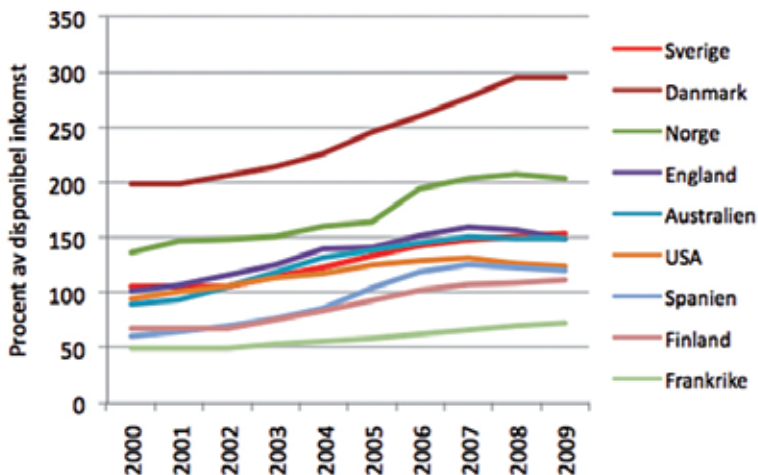
### 3. Situationen i andra länder

Den prisutveckling som konstaterats för aktiekurser är i omfattning och i avvikelse från BNP-utvecklingen historiskt unik. Dessutom är inte fenomenet svenskt. Vi måste därför titta närmare på den internationella utvecklingen för att förstå vad svenska radhuspriser i förorten har att göra med den globala ekonomin.

#### 3.1. Statens och hushållens skuldsättning i andra OECD-länder

I internationell jämförelse är de svenska hushållens skuldsättning i förhållande till de disponibla inkomsterna relativt hög. Detta visas i figur 3.1.

Figur 3.1. Hushållens skuldkvot i nio OECD-länder 2000-2009

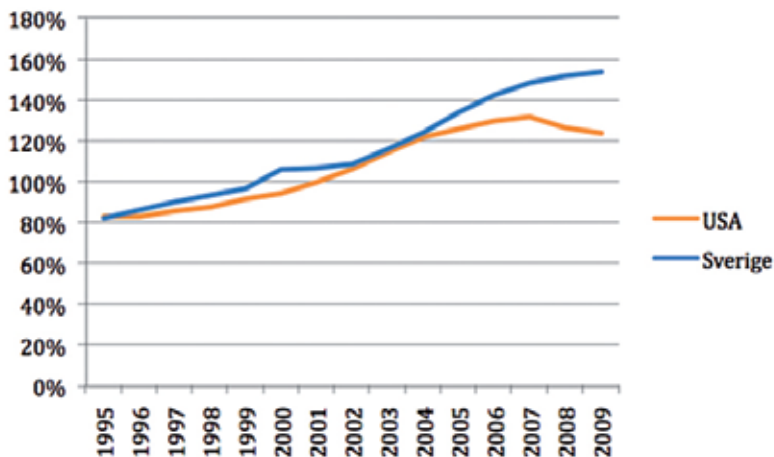


Det är alltså uppenbart att hushållens stigande skuldsättning är ett internationellt fenomen där särskilda nationella särdrag med avseende på politik, skatter och regelverk förefaller att vara av underordnad betydelse. Det stora fenomenet, den ökade skuldsättningen som också internationellt har drivits av tillgångspriserna, är en OECD-företeelse. Samtidigt kan vi konstatera att de danska hushållens skuldsättning innehar det tveksamma rekordet med skulder uppgående till nära 300 procent

av de disponibla inkomsterna. Danmark har också i ännu högre grad än Sverige baserat den ekonomisk politiken på automatiska stabilisatorer. Också de norska hushållens skuldsättning ligger betydligt högre än de svenska. De svenska hushållen skuldkvot återfinns på delad tredje plats och är nästan exakt de samma som de brittiska och australiensiska. I Storbritannien innebar dock krisen 2008 en minskad skuldsättning. Det samma gäller också för USA och Spanien som också drabbades hårt av krisen. Vi kan alltså konstatera att hushållen i många länder är relativt högt skuldsatta. Dessvärre är de svenska hushållens skuldkvot betydligt högre än vad de amerikanska hushållen var redan innan krisen 2008.

Ser vi till den mer långsiktiga utvecklingen i Sverige och USA framgår det av figur 3.2. att hushållens skuldkvot i de båda länderna utvecklades på ett relativt likartat sätt från 1995 fram till 2004.

Figur 3.2. Hushållens skuldkvot i USA och Sverige 1995-2009

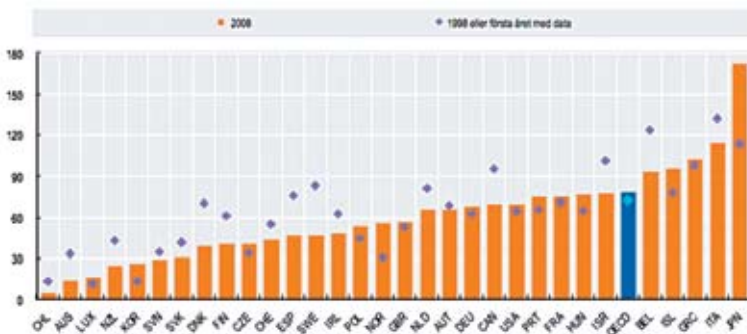


Vid den här tidpunkten noteras en avmattning i de amerikanska hushållens skuldkvot samtidigt som de svenska hushållens skuldsättning fortsatte att öka. Den amerikanska maximipunkten noteras för 2007 och ett år senare kom som bekant raset. Om de svenska hushållens skuldsättning skulle minska till den nuvarande amerikanska skulle det således krävas en förändring på cirka 30 procentpunkter. Det innebär alltså att hushållen måste avsätta motsvarande andel av de disponibla inkomsterna till amorteringar.

Vi har för Sverige konstaterat ett samband mellan statens och hushållens skuldsättning. Och som tidigare konstaterats är den svenska

statsskulden i dag relativt modest i historisk jämförelse. Också i jämförelse med hela OECD är inte den svenska statsskulden i förhållande till BNP särskilt stor. Genomsnittet för OECD är exempelvis 78 procent av BNP. USA låg 2008 på en statsskuld motsvarande 70 procent av BNP under genomsnittet tillsammans med länder som Kanada och Tyskland. Situationen åren 1998 och 2008 illustreras i figur 3.3.

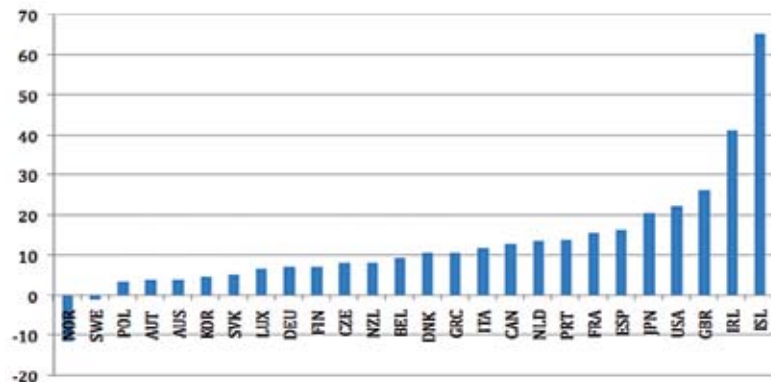
Figur 3.3. Statsskuldens andel av BNP i OECD åren 2008 och 1998



Källa: OECD Factbook 2010: Economic, Environmental and Social Statistics

Före krisen 2008 hade utvecklingen av statsskulden inom OECD varit som mest dramatisk under perioden 1990 till 1996 då den nådde cirka 70 procent av BNP. Därefter steg den alltså med ytterligare 8 procentenheter fram till 2008. Den senaste OECD-statistiken är dock inte uppdaterad till senare än 2008. Det innebär givetvis att huvuddelen av de effekter som orsakades av krisen inte har fått fullt genomslag. Ser vi istället till förändringen av den totala statsskulden (och alltså inte statsskulden som andel av BNP) mellan 2006 och 2009 blir bilden mer dramatisk. Som framgår av figur 3.4, var det bara Norge och Sverige som minskade statsskulden under perioden.

Figur 3.4. Statsskuldens procentuella förändring under perioden 2006-2008



Källa: OECD Factbook 2010: Economic, Environmental and Social Statistics

Den amerikanska statsskulden ökade exempelvis med över 20 procent och den brittiska med 25 procent. Jämför vi med den amerikanska statsskuldens utveckling sedan 2006 som den framgår i figur 3.3. inser vi att den 20-procentiga ökningen har tillkommit under 2008 och 2009. Också den redan svårt skuldtyngha japanska ekonomin upplevde en skuldökning av samma magnitud. Rekordet innehavs av trots allt relativt små ekonomier där Island toppar med en 65 procentig ökning följt av Irland med över 40 procent. Den irländska situationen hotar dock hela Europrojektets framtid. Även små tuvor kan stjälpa stora lass.

## 3.2. Globala sparandeobalanser

Vi kan med utgångspunkt i svenska förhållanden konstatera följande. Inflationen har sedan 1990-talet varit låg i historiskt perspektiv. Samtidigt har tillgångspriserna ökat betydligt snabbare än inflationen. Det gäller till exempel fastigheter men vi har också kunnat konstatera att aktier har haft en mycket kraftig prisutveckling. Också hushållens skuldsättning har ökat mycket kraftigt särskilt efter mitten av 1990-talet. Detta är egentligen ett förhållande som är svårt att förklara utifrån de standardteorier som utvecklades under 1900-talet. Vanligen bör ökad utlåning leda till att penningmängden ökar i ekonomin och därmed ökar också inflationen. För att förstå utvecklingen måste vi alltså kunna förklara hur inflationen kan vara låg samtidigt som tillgångspriserna och utlåningen ökar.

Vi har också kunnat konstatera att den svenska utvecklingen på intet sätt är unik. Samma tendenser med stigande fastighetspriser och övriga tillgångspriser trots låg inflation finns också i andra OECD länder. Hög utlåning förutsätter att det är billigt att låna pengar. Vi kan också konstatera att både de nominella och reala räntorna är förhållandevis låga. De har också följt BNP-tillväxten relativt väl vilket också är förväntat framförallt gällande långa obligationsräntor. Obligationer har dessutom en låg riskprofil. Vi frågar oss därför varför räntorna är så pass låga. Som antyds ovan skulle förklaringarna kunna vara av två slag. Den ena är att utbudet av sparande är stort och att detta leder till låga räntor. Det finns dock ett problem med förklaringen. Sparkvoten har varit låg under perioden med stigande tillgångspriser. Det innebär att det borde finnas relativt sett mindre pengar för investeringar och därmed svagare drivkrafter för en efterfrågeledd tillgångsprisstegring. Det skulle dock kunna vara så som tidigare antytts, att statens sparande har frigjort kapital som har kunnat driva på tillgångspriserna.

En annan möjlighet och en viktig aspekt som också lyfts fram av flera debattörer och analytiker är att utbudet av krediter är orsakat av globala sparandeobalanser.<sup>31</sup> Om OECD-ländernas stater och hushåll är

<sup>31</sup> En försiktig diskussion förs t ex av Riksbanken, Penningpolitisk rapport juli 2009, sid 56-58.

skuldtyngda måste någon i slutändan äga dessa skulder. En institutionell enhets skuld är någon annans tillgång.

Ser vi till den globala ekonomin har vi redan konstaterat att det valutasystem som lades fast efter Det andra världskriget föll samman i början av 1970-talet. Den direkta orsaken var obalanser i den amerikanska ekonomin kännetecknat av negativ handels- och bytesbalans. Både Väst-europa och Japan drog nytta av låga växelkurser eftersom växelkurserna inte hade justerats i takt med att dessa regioner upplevde en starkare produktivitetstillväxt än USA. Ett annat sätt att uttrycka det är att Väst-europa och Japan drog nytta av undervärderade valutor för att komma ikapp USA. Under Nixons regeringsperiod ändrades det. Resultatet var bland annat en svår industriell kris i Europa där bland annat Sverige försökte att återgå till en lågt värderad valuta genom en serie devalveringar. Samtidigt som Bretton Woods kollapsade och delvis orsakat av dollarinflationen under det sena 1960-talet kom OPEC att begränsa oljeproduktionen 1973. Detta ledde till dramatiskt stigande oljepriser. Det strömmade nu stora mängder pengar från Väst till Mellanöstern. Dessa exportöverskott kom dock snart att hitta sin väg till de globala finansmarknaderna. Det ledde till ett ökat utbud av krediter som kunde användas för att finansiera Västvärldens ökade budgetunderskott. Oljekrisen 1973 samt Bretton Woods systemets sammanbrott sammanföll med att konvergenstillväxten avtog i de produktivetsledande länderna i Västeuropa. Arbetslösheten steg och en kombination av ökade arbetslöshetsrelaterade transfereringar, subventioner till vacklande basindustri och expansion av offentlig tjänsteproduktion innebar en expansiv finanspolitik. Detta kombinerades med expansiv penningpolitik. Problemet var att arbetslösheten bet sig kvar trots hög inflation. Fenomenet, kallat stagflation, kunde vare sig förklaras eller hanteras i linje med keynesianismen. Det var alltså sparatet i Mellanöstern som kom att finansiera Europas och USAs underskott under 1970-talet. Stora mängder kapital slussades också vidare till Sydamerika där dom inte sällan användes till tveksamma investeringar under olika odemokratiska regimer. Detta kom att skapa den så kallade skuldkrisen på 1980-talet. Margaret Thatcher kom till makten 1979 med en ny form av ekonomisk politik som hade utarbetats av ekonomer vid Chicago universitetet och som till viss del hade prövats i Chile under Pinochetregimen. Thatchers viktigaste åtgärd var inflationsbekämpning. I underhuset förklarade hon att

*"vår första uppgift är fortsatt att få ner inflationstakten. Om svaret på våra problem hade varit att pumpa in mer pengar i ekonomin hade problemen varit lösta för länge sedan. Därför är inte mer pengar helt enkelt inte svaret".<sup>32</sup>*

<sup>32</sup> Tal i Parlamentet 1980

Ronald Reagan kom till makten med ett liknande program.

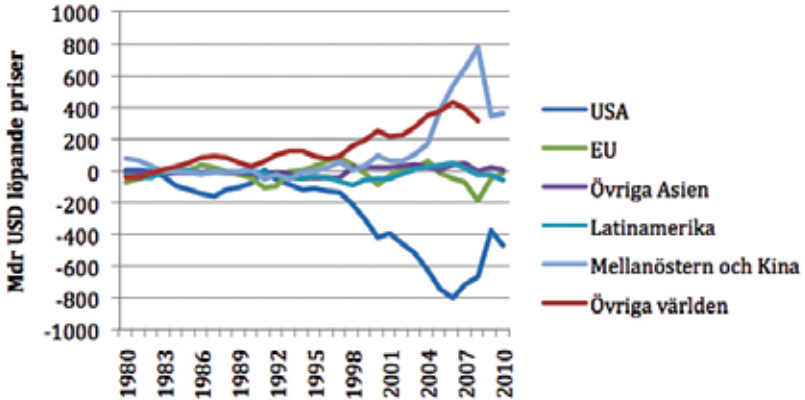
*"En minskning av den offentliga konsumtionen, minskade marginalskatter, avreglering och en icke-inflationistisk, förutsägbar penningpolitik är sammanflätade åtgärder för att bekämpa alla de allvarliga felallokeringar som hotar vår ekonomiska framtid".*<sup>33</sup>

Inflationsbekämpningen hade faktiskt påbörjats under Carteradministrationens sista år. Strategin som blev känd som Volkerdesinflationen och innebar att USA i början av 1980-talet pressade upp dollarkursen och tvingade ner inflationen genom en mycket stram penningpolitik.<sup>34</sup> Det var alltså en åtgärd för att dämpa inflationen i linje med den monetaristiska ekonomiska doktrinen. Samtidigt skedde en finanspolitisk åtstramning genom besparingar i de offentliga trygghetssystemen. En väntad effekt var ökad arbetslöshet vilket bidrog till Carters valförlust. Under Reagan följde en period av expansiv finanspolitik med bland annat stora satsningar på försvaret. De offentliga underskotten ökade också till följd av minskade skatter. Höga räntor lockade till investeringar i dollar samtidigt som den expansiva finanspolitiken drev upp den inhemska efterfrågan. Dollarn stärktes påtagligt och arbetslösheten föll. Baksidan på myntet var att också exporten föll. Därmed ökade underskotten i den amerikanska bytesbalansen under 1980-talet. Detta framgår av figur 3.5. Japanska överskott finansierade de amerikanska underskotten men ledde också till tendenser mot ökad amerikansk protektionism då den japanska bil- och elektronikindustrin vann marknadsandelar i självaste USA. Reagan förde alltså en kombination av expansiv finanspolitik och stram penningpolitik. Man kan säga att effekten blev ökad offentlig skuldsättning finansierad av utlandet till priset av en sargad amerikansk industri. I mitten av 1980-talet vände också dollarkursen brant nedåt och fortsatte att falla under flera år. Därmed minskade också underskotten i bytesbalansen för att helt försvinna 1991. Det var dock bara en temporär situation. Clintonadministrationen tog över 1992 och redan samma år hade underskottet ökat på nytt. Fem år senare var det av samma storleksordning som under 1980-talet.

<sup>33</sup> Tal i Kongressen 1981

<sup>34</sup> En översikt och analys av den amerikanska ekonomiska politiken finns i Brenner, R. (2002) *The Boom and the Bubble. The US in the World Economy*, Verso.

Figur 3.5. Bytesbalanser i världen 1980-2009



Källa: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2010

Den första fasen av det ökade underskottet i bytesbalansen under 1990-talet brukar relateras till IT-boomen som skapade en högkonjunktur i USA med nära nog fullt resursutnyttjade och snabbt stigande inhemsk efterfrågan.<sup>35</sup> Förklaringen går alltså ut på att IT-industrin drog till sig investeringar till den amerikanska ekonomin vilket pressade upp dollarkursen och möjliggjorde ett underskott i bytesbalansen. De stora underskotten har fortsatt att öka även efter IT-boomen. Detta förefaller att ha lika mycket att göra med amerikansk politik som med överskottsländernas politik.

För det första har det låga nationella sparandet sin orsak i ett lågt hushållssparande som orsakas av en kraftigt ökad finansiell och real förmögenhet i aktier och bostäder. Hushållen har blivit förmögna genom att investera i bostäder och aktier som upplevt en stark inflation. För det andra har Asiatiska centralbanker, med Kina i spetsen, finansierat delar av underskotten. Man har i Kina valt att följa en ekonomisk politik som har prioriterat en exportledd tillväxt med låga växelkurser. Det är alltså en strategi som skapar överskott i bytesbalansen som genom stora offentliga överskott har placerats på den amerikanska marknaden. Det innebär att kinesisk konsumtion har hållits på artificiellt låga nivåer och amerikansk konsumtion har hållits på artificiellt höga nivåer.

För det tredje har stigande oljepriser bidragit till ett ökat amerikanskt underskott i handelsbalansen. Oljeinkomsterna har dock inte fullt ut investerats i oljeländerna själva utan letat sig tillbaka till USA som portföljinvesteringar. Det är inte orimligt att tänka sig att finansiella placeringar

<sup>35</sup> Se t ex. Erkki Liikanen (2005) *Globala obalanser och europeiska utmaningar*. Föredrag vid Ekonomiska Samfundets årsmöte den 9 februari 2005 i Helsingfors

i USA har haft bättre avkastning än investeringar i realkapital i utvecklingsländer och *emerging markets* eftersom tillgångsinflationen i bland annat aktier har varit så hög.

Någons tillgångar är någons annans skulder. Så när asiatiska centralbanker ökade sina dollartillgångar ökade både de amerikanska hushållens och statens skuldsättning. Det stora inflödet av krediter från oljeexporterande länder samt Kina har lett till låga amerikanska räntor, ökad skuldsättning för staten och hushållen samt stigande tillgångspriser. Sammantaget har hushållens ökade skuldsättning drivit på fastighetspriserna. Det har i sin tur ökat hushållens finansiella förmögenhet, vilket har förstärkts ytterligare genom den starka börsutvecklingen. Sammantaget har detta hållit nere hushållens sparande som ju blivit rika utan att behöva spara. Eftersom fastighetspriserna sätts på marginalen kommer majoriteten av hushåll, de som inte alldeles nyligen har köpt en fastighet, att uppleva en växande nettoförmögenhet när värdet av deras fastigheter stiger. Låga räntor har vidare attraherat kapital till börserna. Det beror på att låga räntor gör aktier till mer intressanta investeringsobjekt. Genom det internationella finanssystemet har de låga räntorna och stigande börskurserna spritts till övriga OECD. Det finns givetvis en punkt när kreditorerna inte längre litar på den amerikanska ekonomin och inte längre betraktar dollarinvesteringar som intressanta. I det läget är den förväntade effekten är prisfall på dollarobligationer och stigande långräntor. Det är detta som kan drabba också svenska hushåll.

Att det är frågan om fundamentala obalanser bör det inte råda något tvivel om. Enligt neoklassisk tillväxtteori är kapitalets marginalproduktivitet högre i det av två länder som har den lägsta kapitalintensiteten. Det är alltså i det landet som investeringar skall löna sig bäst. Att kapital söker sig till det land som har den lägre marginalproduktiviteten är alltså inget annat än en massiv felallokering. Symptomen i Väst är just tillgångsinflationen som beror på att kapitalet letar efter investeringar i landet med den lägre marginalproduktiviteten på kapital. I Kina är symptomet en lägre inkomstutveckling bland arbetare än vad som hade varit möjligt. Därför är ett av de enklaste sätten, men också svåraste, för att motverka att obalanserna leder till ytterligare krascher att Kina tillåter lönerna att stiga.<sup>34</sup> Därmed uppstår en kostnadspress som dämpar överskotten i utrikeshandeln. Svårigheten är att lönebildningen kräver fria fackföreningar. Därför är frågan om obalanserna inte minst knuten till Kinas demokratiska utveckling. I globaliseringens tidevarv är alltså demokrati i Kina knutet till förortens radhuspriser.

<sup>34</sup> Se te x Ronald I. McKinnon "A stable yuan/dollar rate forever?" *Financial Times* 22 mars, 2010.

### 3.3 Nationella sparandeobalanser som globalt fenomen

I den ekonomiska politik som under 1980-talet först kom att föras i först Storbritannien och sedan USA följt av övriga västvärlden var ökade inkomstskillnader en viktig komponent. Detta har föranlett hypotesen att ökade inkomst- och förmögenhetsfördelning är relaterad till tillgångsinflationen. Inkomstskillnaderna var tänkta att öka flexibiliteten på arbetsmarknaden. Stora skattelättnader för höginkomsttagare skulle dessutom skapa en jobbskapande privat efterfrågan. Detta blev känt som *trickle-down* hypotesen. Dessutom, vilket var ännu viktigare, skulle investeringsnivån öka eftersom den marginella sparbenägenheten stiger med inkomsten. Detta var hörnstenen i Reagans så kallade utbudspolitik. Strategin står i kontrast till Keynes som hade framhållit inkomstfördelningen som ett problem under mellankrigstiden. Han menade att den stora depressionen delvis orsakades av att höginkomstgrupper höll undan pengar från ekonomin vilket orsakade en för låg efterfrågan. Med ökad allmän osäkerhet minskade dessutom folks benägenhet att hålla icke-likvida tillgångar.

Höginkomsttagare och förmögna har alltså en större benägenhet att spara än andra. Eftersom skattereglerna nu las om kom inkomsterna att öka snabbare hos de rikaste grupperna. En större proportion av efterfrågan kom därför att riktas mot finansiella placeringar och en mindre andel mot konsumtion. Den starka efterfrågeökningen på finansiella placeringar har således enligt hypotesen medfört tillgångsinflation samtidigt som den relativt svagare konsumtionsefterfrågan har hållit tillbaka varu- och tjänsteinflationen.

Keynes menade vidare att den klassiska modellen för räntor och efterfrågan på pengar bara gällde om ekonomin arbetade vid full sysselsättning. Sedan 1970-talet har dock arbetslösheten varit förhållandevis hög. Det skulle kunna tolkas som att ekonomin under flera decennier sällan har befunnit sig vid full sysselsättning. Det skulle i sin tur innebära att Keynes teorier är relevanta. Hos Keynes ökar sparandet snabbare än investeringarna. Investeringar är det samma som krediter. Det innebär att räntan är beroende av BNP vilket vi redan har empiriska bevis för. Vid ökad tillväxt faller således räntan. Samtidigt minskar efterfrågan på investeringar. Vi noterade tidigare en under långa perioder god överensstämmelse mellan BNP och aktiekursernas utveckling. Det stämmer med antagandet att aktierna tidigare främst sågs som ett kontrollinstrument över företag samt att aktier användes som ett sätt att finansiera investeringar i realkapital. Det beror på att realkapitalstocken enligt klassisk

teori förväntas att utvecklas i samma takt som BNP. Under 1980-talet bryts detta. Det kan tolkas som att aktier av de flesta investerarna på börsen betraktas som en likvid tillgång. De är inte ett uttryck för ökad efterfrågan på krediter utan på en ökad efterfrågan på likviditet. De kraftigt stigande börskurserna är i så fall ett uttryck för att efterfrågan på likviditet ökar snabbare än investeringarna.

Scocco har i sammanhanget påpekat att en akties totala värdeökning inte bara tas ut som en kursvinst utan också som direktavkastning.<sup>37</sup> Under 1950- och 60-talen fördelades avkastningen på cirka 4 procent i direktavkastning och 3 procent i värdeökning. Under början av 1980-talet förändras relationen till 2,5 procent direktavkastning och 4,5 procent i värdeökning. Det innebär att prisuppgången på aktier bör ha blivit större än annars eftersom en mindre del än tidigare delades ut. Tillspetsat kan man säga att bolagen har investerat mer i tillgångsinflation som så att säga är "the name of the game" under uppbyggnaden av en bubbla.

När så detta leder till fallande räntor ökar således hushållens skuldsättning, vilket driver fastighetspriserna. Samtidigt med fallande räntor ökar nu efterfrågan på aktier. Investeringar i obligationer blir helt sonika mindre attraktiva med låga räntor. Prisutvecklingen sätter i sin tur igång en bubbla där de stigande tillgångspriserna blir viktigare än den förväntade framtida avkastningen.

## 4. Sammanfattande kommentarer och diskusion

Föreliggande arbete har med utgångspunkt i de svenska hushållens ökade skuldsättning visat på långsiktiga drag i både den svenska och internationella ekonomin. För Sveriges del påvisades ett omvänt samband mellan statens och hushållens skuldsättning.

Fenomenet har en koppling till hypotesen om ricardiansk ekvivalens, som i korthet hävdar att en engångsförändring i det offentliga sparandet inte leder till en förändring i det totala sparande.<sup>38</sup> Orsaken är att hushållen räknar med att en ökad statsskuld i framtiden måste kvittas mot högre skatter eller minskade transfereringar. Enligt hypotesen kompenserar hushållen detta genom en motsvarande med omvänd förändring i sitt eget sparande. Hypotesens antagande att hushållen kalkylerar med statens budgetrestriktion i sin egen budgetrestriktion har dock kritiserats som orealistisk.

<sup>37</sup> Scocco, S. (2009) *Finanskrisen eller hur det väntade oväntat hände*. ITPS-rapport A 2009:1

<sup>38</sup> Häggström, J., Kinnvall, M. (2001) Ricardianska effekter på hushållens sparande i OECD. *Hur starka är de? Ekonomisk Debatt* 29:1

Det har vidare föreslagits att sambanden mellan statens och hushållens sparande kan förklaras av att bankerna blir mindre benägna att bevilja krediter under ekonomiska och finansiella kriser. I föreliggande arbete är det dock skulderna som minskar respektive ökar. En förändring av till exempel hushållens skulder förutsätter alltså en aktiv amortering av skulderna och inte bara en förändring i sparandet.

En koppling till tillgångspriserna är alltså trolig. För det första kan vi anta att hushållens sparande har blivit mer känsligt för börsutvecklingen. I goda tider har tillgångsinflationen i aktier och bostäder skapat ökade förmögenheter trots ett lågt sparande. Dessutom har hushållen efter avregleringarna i högre utsträckning än tidigare kunnat belåna sina tillgångar. Det innebär att stigande tillgångsvärden direkt kan realiseras i ökad köpkraft. Före avregleringarna på 1980-talet var det bara när tillgången realiserades som köpkraften förändrades.

I traditionell keynesiansk teori kan staten styra konjunkturen genom sitt sparande. I en situation då hushållens sparande styrs av tillgångspriserna kunde dock förhållandet vara det omvända; att hushållen gasar och bromsar medan staten parerar. De kraftiga minskningarna av hushållens skulder som periodvis har skett förklaras då av realisation av finansiella tillgångar som används för amortering. Förutsättningen är stora finansiella förmögenheter. Det gör att vi kan misstänka att en relativt begränsad andel av hushållen, de tillgångsaktiva grupperna, har ett avgörande inflytande på den ekonomiska utvecklingen.

Vi noterade att statens och hushållens sammanlagda skuld ökade dramatiskt under 1970-talet. Detta sammanföll från 1980-talets början med en trendmässig börsutveckling som varit långt starkare än tillväxten. Fenomenet sammanfaller i sin tur med slutet för europeisk och japansk upphinnartillväxt och uppkomsten av kraftigt ökade sparandeobalanser i världsekonomin. Kännetecknen är ökad underskott i den amerikanska bytesbalansen och motsvarande överskott i länder som Japan, Kina och oljeproducerande stater.<sup>39</sup> Kapitalflödena har alltså gått från länder och regioner med lägre produktivitetsnivåer än USA. Detta ligger inte i linje med den neo-klassiska tillväxtteorin som förutspår motsatta kapitalströmmar. Obalanserna har lett till underkonsumtion i utvecklingsekonomier och överkonsumtion i OECD samt generellt instabila finansmarknader.

<sup>39</sup> Även Tyskland kan omnämnas som ett land med positiv bytesbalans.

Den stora efterfrågan på amerikanska tillgångar har enligt den tolkning som föreslås här bidragit till tillgångsinflationen. Genom att möjligheten att belåna tillgångar har liberaliserats har inflationsimpulserna ytterligare förstärkts. Banksystemet har skapat krediter som funnit sin väg tillbaka till tillgångsmarknaderna. När hushållen upplever en ökad förmögenhet minskar hushållens sparande samtidigt som skuldsättningen ökar. I takt med att räntorna har fallit har också kapitalströmmarna fokuserats mot börserna som i sin tur ytterligare har ökat aktieinflationen.

Troligen är det också den kraftiga tillgångsinflationen som gör att överskotten i världsekonomin inte placeras i reala tillgångar, som alltså har en lägre avkastning än de skenande aktiekurserna.

Samtidigt är inte tillgångsinflationen en linjär process utan kännetecknas av historiskt mycket kraftiga fluktuationer. Stämmer hypotesen att hushållens sparande styrs av inte minst aktiekurserna har vi en situation där konjunkturen styrs av de finansiella marknaderna och inte tvärt om. Statens finanser blir då i hög utsträckning en funktion av statens roll som lender-of-last-resort. När tillgångspriserna rasar och hushållen realiserar aktievinster under fallande priser och ökar sparandet går efterfrågan ned. Företag går i konkurs och bankernas balansräkningar försämras radikalt.

I tolkningen som diskuteras i föreliggande arbete är de globala sparande obalanserna en viktig orsak bakom tillgångsinflationen. Troligen hade det bästa sättet att långsiktigt minska obalanserna varit om lönerna hade tillåtits stiga snabbare i främst Kina. Därmed hade kostnadsökningarna lett till minskade överskott, industrin i USA och Europa hade upplevt ett förbättrat konkurrensläge både på den Kinesiska marknaden och på hemmamarknaderna. Vidare hade den importledda inflationen hade troligen ökat, vilket sakta hade sänkt hushållens skuldkvot. I Kina hade den ekonomiska välfärden ökat till priset av långsammare tillväxt och möjligen krav på demokratisering. I värsta fall är det senare ett större hinder än vad bedömare i Väst inser.

För Sveriges del förefaller kan hoten diskuteras i termer av externa chocker och fallande tillgångspriser. En extern chock kan orsakas av problem i Euroområdet där vi ser efterdyningarna av sanering av finanssystemen i flera länder. Staterna måste nu minska det skuldberg som byggts under krishanteringens akuta fas. Vi ser det just nu i de så kallade PIGS-länderna. I princip finns det två vägar att gå. Den första är deflation, vilket är en ytterst besk medicin. Historiskt har deflationskurer inte lyckats om målet har varit en återgång till en långsiktigt stabil tillväxt och låg arbetslöshet. I vissa fall har kuren till och med lett till kollaps av politiska

system, med Weimarrepubliken som kanske värsta exemplet. Den andra lösningen är devalvering, vilket i PIGS-ländernas fall är det samma som Eurosamarbetets kollaps. En sådan utveckling kan anta skapa betydande finansiell oro och leda till en räntechock också i Sverige. Hushållen kommer då att försöka amortera genom att sälja finansiella tillgångar och öka sparatet. Leder detta till en allvarlig nedgång i efterfrågan kan bankerna drabbas vilket ökar statens skuldsättning.

Den stora globala utmaningen ligger dock i att reformera de internationella valuta- och finanssystemen. Sker inte detta är risken stor för ytterligare krascher som förr eller senare riskerar att destabilisera de demokratiska politiska systemen.

## En global lyxfälla?

Aldrig tidigare har hushållens skuldsättning varit högre än nu. En situation som naturligtvis riskerar att drabba enskilda hushåll, men som också kan påverka den globala ekonomins förmåga till återhämtning efter finanskrisen. Magnus Lindmark, professor i ekonomisk historia vid Umeå universitet har, på uppdrag av Global Utmanings ekonomiska råd, skrivit denna rapport.

**Global Utmanings ekonomiska råd** är en kvalificerad grupp personer med djupa och värdefulla insikter i ekonomiskt tänkande.

Rådet bidrar med forskningsbaserad policyanalys, som syftar till att stödja en utveckling mot ökad sysselsättning och tillväxt med fokus på Sverige och Europa.

### Rådets ledamöter

---

Sandro Scocco, ordf  
Mats Kinnwall  
Lars Anell  
Karin Forseke  
Lars Wennberg

Jörgen Appelgren  
Erik Belfrage  
Kerstin Hessius  
Kristina Persson

Allan Larsson  
Michael Olsson  
Joakim Palme  
Karin Rudebeck



**GLOBAL  
UTMANING**

Birger Jarlsgatan 27, 111 45 Stockholm  
[www.globalutmaning.se](http://www.globalutmaning.se)