

# Samspelet mellan den finansiella och den reala ekonomin

**Ur KB:s samlingar**

Digitaliserad år 2015



National Library  
of Sweden

Bilaga 12 till LU 95

# Samspelet mellan den finansiella och den reala ekonomin



Bilaga 12 till LU 95



KUNGL.  
BIBLIOTEKET  
STOCKHOLM

Occ

Ref KB Occ SOU



Finansdepartementet  
Stockholm 1994

# Samspelet mellan den finansiella och den reala ekonomin

## Den svenska bankkrisen

Lars Ljungqvist

Bilaga 12 till Långtidsutredningen 1995

ISBN 91-38-13704-8  
ISBN 0375-130X

Monsteds Tryckeri AB  
Stockholm 1994

SOU och Ds kan köpas från Fritzes kundtjänst. För remissutsändningar av  
SOU och Ds svarar Fritzes, Offentliga Publikationer, på uppdrag av Rege-  
ringskansliets förvaltningskontor

Beställningsadress: Fritzes kundtjänst  
106 47 Stockholm  
Fax: 08-20 50 21  
Telefon: 08-690 90 90

Omslag: K. G. Nilson

Norstedts Tryckeri AB  
Stockholm 1994

ISBN 91-38-13704-6  
ISSN 0375-250X

# Förord

Långtidsutredningen 1994 utarbetas inom Finansdepartementets strukturpolitiska enhet som underlag för den ekonomiska politiken. I samband med utredningen har ett antal specialstudier genomförts. Huvuddelen av dessa publiceras som bilagor till utredningen.

Denna bilaga har utarbetats av professor Lars Ljungqvist, University of Wisconsin, Madison.

I bilagan behandlas den ekonomiska forskningen kring den finansiella sektorns betydelse för den makroekonomiska utvecklingen. Mot bakgrund av denna forskning behandlas bl.a. den svenska bankkrisen och effekterna av statliga bankgarantier. Ett genomgående tema är det privata ägaransvarets betydelse för en väl fungerande finansiell sektor.

Ansvar för långtidsutredningens bilagor och de bedömningar dessa innehåller vilar på respektive författare. Av huvudbetänkandet framgår hur bilagorna har använts i utredningens arbete.

Finansdepartementets kontaktman har varit departementssekreteraren Mats Johansson.

Stockholm i juni 1994

Gunnar Wetterberg  
Departementsråd



## Innehållsförteckning

1. Inledning . . . . .	7
1.1 Studiens syfte och inriktning . . . . .	7
1.2 Översikt av studien . . . . .	7
2. Traditionell mikroekonomisk syn på den finansiella sektorn . . . . .	11
3. Kort historik om den finansiella sektorn i makroekonomisk teori . . . . .	15
3.1 Utvecklingen av formell makroteori – den finansiella sektorn ignorerades . . . . .	15
3.2 Äldre makroekonomiska tankegångar kring den finansiella sektorn – av mindre formell natur . . . . .	18
4. Asymmetrisk information – genombrott i ekonomisk teori . . . . .	21
4.1 En förändrad syn på marknadens funktionssätt . . . . .	21
4.2 Tidiga tillämpningar inom området företagsfinansiering . . . . .	22
5. Teorin om finansiella marknader med asymmetrisk information . . . . .	25
5.1 Kreditmarknaden . . . . .	25
5.2 Intermediärer – banker . . . . .	26
6. Makromodeller med reala och finansiella samband . . . . .	29

<b>7. Statliga insättargarantier</b> . . . . .	<b>33</b>
7.1 Välfärdsvinst: Undvika kreditmarknadssammanbrott . . . . .	33
7.2 Välfärdskostnad: Missallokering av resurser . . . . .	34
<b>8. Empiriska undersökningar av reala och finansiella samband</b> . . . . .	<b>37</b>
8.1 Betydelsen av finansiella faktorer jämfört med penningmängden . . . . .	37
8.2 Företagsperspektivet . . . . .	39
8.3 Bankperspektivet . . . . .	40
<b>9. Diskussion av den svenska finansiella krisen</b> . . . . .	<b>43</b>
9.1 Vad orsakade krisen? . . . . .	43
9.2 Teorins implikationer för krishanteringen . . . . .	45
9.3 Framtidsperspektiv . . . . .	50
<b>Referenser</b> . . . . .	<b>57</b>

# 1 Inledning

## 1.1 Studiens syfte och inriktning

Syftet med denna bilaga är att redogöra för vad ekonomisk teori har att säga om sambanden mellan den reala och finansiella ekonomin. Huvuddelen av bilagan är därför en översikt av den teoretiska och empiriska litteraturen på området.<sup>1</sup> Tonvikten ligger på den under de senaste åren mycket aktiva forskningen kring ekonomins informationshantering. Det grundläggande antagandet att ekonomiska aktörer har mera information om sin egen verksamhet jämfört med utomstående bedömare (asymmetrisk information) har visat sig vara en fruktsam ansats för att analysera den finansiella sektorns roll i samhällsekonomin.

Insikterna från dessa studier används därefter för att ge synpunkter och dra slutsatser om den nuvarande finansiella krisen i Sverige. I centrum för diskussionen står av naturliga skäl det svenska banksystemet. Förutom problematiken kring rekaptaliseringen av bankerna så diskuteras ingående de samhällsekonomiska effekterna av statliga insättargarantier. Avsaknaden av tidigare makroekonomiska analyser av dessa garantier gjorde här att mitt arbete med bilagan var förenat med egen teoretisk forskning kring insättargarantiernas effekter på tillgångspriserna och ekonomins resursallokering.

## 1.2 Översikt av studien

De två inledande kapitlen 2 och 3 beskriver traditionell mikroekonomisk och makroekonomisk analys av den finansiella sektorn. Det mikroekonomiska perspektivet är att finansiella marknader kan studeras på samma sätt som vilka andra marknader som helst. Välfärdsvinster uppstår när marknadskrafterna sammanför utbudet av sparande och efterfrågan på finansiering från företag, hushåll och staten. I den formella makroekonomiska teoribildningen har däremot de finansiella sambanden lyst med sin frånvaro. Det implicita antagandet har varit att den finansiella sektorn är så välfungerande att den kan utelämnas från den formella analysen. En tillbakablick på utvecklingen av traditionell makroekonomisk analys tjänar dock som ett utmärkt perspektiv för att förstå den nyare teoribild-

<sup>1</sup> De två främsta källorna till litteraturoversikten är Gertler (1988) och Bernanke (1993).

ningen avseende den finansiella sektorns betydelse för samhällsekonomin. Kapitel 3 redogör dessutom för några äldre makroekonomiska tankegångar beträffande sambanden mellan den reala och finansiella ekonomin. Trots att ett antal välrenommerade ekonomer vid olika tidpunkter har föreslagit att finansiella marknader kan kraftigt påverka ekonomins konjunkturförlopp, så förblev emellertid den finansiella sektorn ignorerad under lång tid i den formella makroanalysen.

Makroekonomers nyväckta intresse i de finansiella sambanden har naturligtvis att göra med den observerade ekonomiska verkligheten, men en annan nödvändig förutsättning för deras arbete har varit teoriutvecklingen kring asymmetrisk information. Ekonomisk analys styrs ofrånkomligen både av intressanta frågeställningar och av vilka analysverktyg som är tillgängliga. Modeller med det explicita antagandet att marknadsaktörerna har olika information om det ekonomiska värdet av påtänkta transaktioner spelar som sagt en central roll i modern finansiell teori. Det är följaktligen viktigt att förstå formuleringen av denna teoribildning och dess implikationer. Kapitel 4 förmedlar därför de grundläggande insikterna av antagandet om asymmetrisk information och illustrerar med tidiga tillämpningar inom området företagsfinansiering. Kapitel 5 redogör för motsvarande teoriutveckling för finansiella marknader med asymmetrisk information. Modeller presenteras som studerar kreditprocessen och uppkomsten av finansiella intermediärer såsom banker.

Makroekonomiska modeller baserade på teorin om asymmetrisk information beskrivs i kapitel 6. I dessa modeller påverkar den finansiella sektorn direkt den reala ekonomin. Den ekonomiska drivkraften är att makroekonomiska störningar tenderar att försämra åtminstone en del företags kreditvärdighet. Den sämre kreditvärdigheten kan vara resultatet av till exempel ett minskat kassaflöde eller ett prisfall på företagets tillgångar. Teorin visar hur faktorer av detta slag ökar de negativa effekterna av det faktum att företagen besitter privat information om sin egen framtida lönsamhet. Företag med mindre värda säkerheter finner det svårare att erhålla krediter till en rimlig kostnad. Dessa företag ser sig därför tvungna att skära ned på sin verksamhet. Resultatet blir alltså att den ursprungliga makrostörningen ytterligare förstärks när kreditvärdigheten minskar på företagssidan, dvs. det uppstår en finansiell accelerator. Denna mekanism som gör att det ekonomiska utfallet beror på företagens (och hushållens) balansräkningar existerar inte alls i den tidigare formella makroekonomiska analysen.

Kapitel 7 redogör för motivet för och effekterna av statliga insättargarantier. Fördelen med en sådan statlig försäkring anses vara att samhället inte längre löper någon risk för en finansiell kollaps. Utan insättargarantier är det nämligen möjligt att panikuttåg från banksystemet kan orsaka ett finansiellt sammanbrott med betydande förluster för den samhälleliga välfärden. Ett finansiellt fallissemang leder till reala förluster när exempelvis ett plötsligt avbrott i den normala långivningen tvingar annars produktiva företag att skära ned på sin verksamhet. Det är med andra ord av ett stort samhällsekonomiskt värde att en eventuell omorganisation av banksystemet sker under ordnade former. Statliga insättargarantier är emeller-

tid också förknippade med potentiellt stora samhällskostnader. Nackdelen med den statliga försäkringen är att bankerna får incitament att välja en alltför hög riskexponering i deras utlåning jämfört med en situation där all risk måste bäras av privata kapitalplacere. De snedvridna marknadsincitamenten visar sig därför ge upphov till en ineffektiv allokering av samhällets resurser och det är även sannolikt att tillgångspriserna uppvisar större fluktuationer över konjunkturcykeln.

De empiriska studierna som diskuteras i kapitel 8 ger allmänt stöd åt synsättet att den finansiella sektorn spelar en viktig roll för den reala ekonomin. Den stora depressionen under 1930-talet verkar vara en historisk fallstudie, som bekräftar betydelsen av finansiella faktorer i en ekonomisk nedgång. Ett antal penningpolitiska studier tycks också peka på att kreditkanalen utgör en i allmänhet viktig länk i den monetära transmissionsmekanismen. Empiriska undersökningar som anlägger ett mikroekonomiskt perspektiv finner dessutom stöd för de centrala implikationerna från teorin om asymmetrisk information. Företag som på förhand klassificeras ha begränsad tillgång till externt kapital visas också vara mer beroende av sina kassaflöden när det gäller investerings- och anställningsbeslut. Andra studier påvisar hur företagens existerande bankrelationer representerar ekonomiska värden som går förlorade om relationerna avbryts. Beträffande kostnaderna av statliga bankgarantier så verkar det föreliggande bevis på de negativa effekterna av den outtalade bankpolitiken i USA av "too-big-to-fail". De större amerikanska bankerna synes vara under uppfattningen att staten inte kommer att låta dem gå omkull, vilket tycks ha lett dem till att välja en alltför hög riskexponering.

Kapitel 9 avslutar med en diskussion av den svenska finansiella krisen. Ett argument som framförs är att betydelsen av de statliga insättargarantierna inte ska underskattas, när det gäller krisens orsaker. Garantierna innebar att insättarna inte behövde utöva något ägaransvar för det stora sparandekapitalet i banksystemet. Detta faktum borde utgöra en särskild anledning till oro för alla dem, som är av uppfattningen att ägaransvaret utgör en av de viktigaste komponenterna i en välfungerande marknadsekonomi. En annan slutsats är att den genomgångna teoribildningen står i samklang med den höga prioritet, som staten tillmäter banksystemets rekapisering. Det är emellertid av stor vikt att rätt hantera intressekonflikten mellan samhället och de nuvarande bankägarna. En vägledande princip måste vara att ett strikt ägaransvar utkrävs. Statens motvillighet att förklara en bank på obestånd är förstaeligt när statligt ägande försöker undvikas, men alternativen är långt mindre lockande. Subventioner och andra eftergifter till de nuvarande bankägarna kommer att påverka den framtida incitamentsstrukturen i en synnerligen kostsam riktning. Utkrävandet av ett strikt ägaransvar ska därför ses som en investering för framtiden, medan subventioner till nuvarande ägare må vara en billigare lösning på kort sikt. Avslutningsvis konstateras det att den finansiella sektorn kommer också i framtiden att med all sannolikhet vara föremål för statliga garantier i någon form. Lösningen till de snedvridna marknadsincitamenten ligger dock inte i en återgång till detaljregleringar utan snarare i ett reformerat kapitaltäckningskrav. Ägaransvaret förblir alltså den centrala tesen i denna bilaga.



## 2 Traditionell mikroekonomisk syn på den finansiella sektorn

Den traditionella mikroekonomiska marknadsanalysen har också använts för att studera den finansiella sektorn. Föremålet för handel är då i princip reala resurser idag, vilka överlämnas i utbyte mot löften om återbetalningar med framtida resurser. Till exempel representerar hushållens sparande en minskad konsumtion idag i utbyte mot större framtida konsumtionsmöjligheter. Priset på sådana intertemporala transaktioner blir den rådande marknadsräntan. Räntan ska nämligen uppfattas som ett relativpris mellan resurser idag och resurser som ska levereras vid någon framtida tidpunkt. I en välfungerande kreditmarknad fastställs räntan av efterfråge- och utbudssambanden. Dessa marknadskrafter åskådliggörs vanligen i form av en uppåtpekande utbudskurva och en nedåtsluttande efterfrågekurva. Det vill säga en högre ränta är förknippad med ett större utbud av sparande men en mindre efterfrågan på krediter. Marknadsjämvikt uppnås vid skärningspunkten mellan utbuds- och efterfrågekurvan. Ekonomisk analys visar också hur denna marknadslösning är samhällsekonomiskt effektiv, i bemärkelsen att den uttömmar alla ömsesidigt förmånliga transaktioner.

Effektivitetsvinsterna av en välfungerande kreditmarknad är som mest uppenbara när det gäller finansieringen av produktiva investeringar. Låt oss till exempel anta att en entreprenör har uppfunnit en ny produkt, som skulle värderas högt av de slutliga konsumenterna. Igångsättandet av produktionen kräver dock betydande maskininvesteringar. Utan tillgång till finansiella marknader skulle entreprenören själv vara tvungen att betala för dessa investeringar genom att minska på sin nuvarande konsumtion. Det är även möjligt att investeringen måste senareläggas för att entreprenören ska kunna ackumulera tillräckligt med resurser för dess genomförande. Denna koppling mellan entreprenörens investerings- och konsumtionsbeslut är samhällsekonomiskt ineffektivt. Om uppfinningen har ett positivt nuvärde så bör investeringen omedelbart genomföras utan hänsyn till entreprenörens egna likviditet. Det stora samhällsekonomiska värdet av finansiella marknader är därför den resulterande separationen av konsumtionsbesluten från de reala investeringsbesluten. Utrymmet för ekonomins reala investeringar ska bestämmas av det aggregerade sparandekapi-

talet och inte av resurserna som direkt tillhör de individuella entreprenörerna eller företagen.<sup>2</sup>

Den finansiella sektorn har fler funktioner förutom att sammanföra sparandekapitalet med lönsamma investeringar. En annan huvuduppgift är att skapa likviditet, vilket innebär att gjorda investeringar med lätthet kan omvandlas till likvida medel såsom pengar och därigenom kunna användas för transaktionsändamål. Det mest uppenbara exemplet på detta är sparandekapitalet, som slussas genom banksystemet. Insättarna kan där välja bankkonton utan någon uppsägningstid alls, vilket gör att de när som helst kan utnyttja sitt sparande för transaktionsändamål. Insättarna är inte ens begränsade till bankernas öppettider, om de har ordnat med rätten att skriva checker eller att göra uttag från de automatiska uttagsmaskinerna. Bankerna å andra sidan använder det insatta sparandekapitalet för att finansiera långsiktiga investeringar under antagandet att framtida bankuttag kommer i genomsnitt balanseras av insättningar från andra kontohavare. De långsiktiga reala investeringarna innebär att insättarna kan erhålla en god förräntning på sitt sparande, medan de samtidigt åtnjuter friheten att alltid kunna göra uttag när likviditetsbehov uppkommer.<sup>3</sup>

Den finansiella sektorn skapar också likviditet genom välfungerande andrahandsmarknader för finansiella investeringar. Likviditet är naturligtvis ett relativt begrepp där de beskrivna bankmedlen utgör den mest likvida formen av sparande. Ett exempel på en synnerligen illikvid tillgång är däremot statens sparobligationer, som emitterades till allmänheten på 1970- och 1980-talen. Dessa sparobligationer var utställda till köparen och fick inte överlåtas till någon annan. Tidig inlösen var möjlig men då till en avsevärt sämre kurs jämfört med att behålla sparobligationerna till det stipulerade inlösen datumet. Det är knappast förvånande att denna kontraktsformulering inte är vanligt förekommande i privata kapitalmarknader. Istället verkar marknadskrafterna för att skapa så mycket likviditet som möjligt. Den finansiella sektorn underlättar nämligen anskaffandet av kapital till långsiktiga reala investeringar genom skapandet av aktiva andrahandsmarknader. Kapitalplacerare är mera villiga att köpa finansiella fordringar såsom aktier och obligationer om det är relativt lätt att avyttra dessa fordringar i framtiden.

En annan viktig uppgift för den finansiella sektorn är att allokera risktagandet i ekonomin. I detta sammanhang är det lämpligt att urskilja två typer av risker. Ett slag av risker existerar endast på hushålls- eller företagsnivån, medan de är praktiskt taget obefintliga sett från ekonomin som helhet. Ett sådant exempel är risken att en viss bostad kommer att förstöras av eldsvåda nästa år, vilket naturligtvis borde bekymra den berörda bostadsägaren. Denna eldsvåderisk utgör emellertid knappast någon risk för samhället som helhet. Det totala bostadsbeståndet som (bokstavligen) går upp i rök varje år är troligen relativt konstant över åren. I denna bemärkelse utgör bostadsbeståndet som kommer att gå till spillo nästa år snarare en beräknelig samhällskostnad än en risk med osäkert utfall. Försäkringsinstituten utnyttjar detta faktum när bostadsägarna erbjuds hemförsäkringar, som utlovar ersättning vid eldsvåda. Genom att betala

<sup>2</sup> Santomero, Herring och Viotti (1991) erbjuder en grundlig genomgång av hur primitivt en ekonomi skulle fungera utan en finansiell sektor.

<sup>3</sup> Denna likviditetsskapande funktion hos banksystemet är också orsaken till varför bankerna är speciellt sårbara vid finansiella störningar. Övåntade panikuttag från allmänheten kan leda till fallissemang av även solventa banker. Denna problematik och rollen för statliga insättargarantier diskuteras närmare i avsnitt 7.1.

premiekostnaden så slås den förväntade eldsvådekostnaden ut på samtliga försäkringstagare och ingen individuell bostadsägare behöver bära risken av en stor personlig förlust. Det är uppenbart att denna försäkringsverksamhet ökar den samhälleliga välfärden.

En andra typ av risker är dock inte möjliga att diversifierbara bort för den aggregerade ekonomin. Detta gäller exempelvis den internationella konkurrenskraften av någon betydande industribransch i det svenska näringslivet. Varvs- och tekoindustrikriserna under 1970-talet är två uppenbara illustrationer av sådan makrorisker. Trots att sådana risker inte kan elimineras, så blir det den finansiella sektorns uppgift att åstadkomma en önskvärd allokering av riskerna.<sup>4</sup> Finansieringen av industrikapitalet kommer därför vanligen från en rad olika källor i samhällsekonomin och förekomsten av alternativa finansiella instrument såsom aktier och obligationer innebär att investerarna kan välja mellan en större eller mindre riskexponering. Den samhälleliga välfärden beror på hur väl den finansiella sektorn kan allokera risktagandet till de ekonomiska aktörer, som begär den minsta ersättningen för att bära dessa risker. På grund av skillnader i preferenser och ekonomiska förhållanden så är det naturligt att vissa aktörer är mer villiga att bära risk än andra. Deras större risktagande (som ibland kallas för spekulation) ska ses som en tjänst till samhället som normalt kompenseras för med en högre förväntad avkastning.

Som framgår av denna diskussion, så är välfärdsvinsterna från den finansiella sektorn verksamhet mycket svåra att kvantifiera. Hur kan vi mäta effekterna av transaktionstjänsterna som erbjuds genom banksystemet? Vad är värdet av en välfungerande andrahandsmarknad för statsobligationer? Hur mycket ökar den samhälleliga välfärden av att riskkänsliga aktörer kan köpa skydd mot till exempel framtida valutakurssvägningar? Även om det är svårt att precisera värdet av alla dessa typer av finansiella tjänster, så torde det vara klart att välfärdsvinsterna är betydande. Genomgången av den finansiella sektorns funktioner erbjuder här åtminstone en begreppsmässig ram för att organisera tankegångarna. Den traditionella mikroekonomiska analysen med efterfråge- och utbudskurvor kan också användas för att belysa hur skattepålagor och konkurrensbegränsningar leder till effektivitetsförluster på samma sätt som i andra marknader. Begränsningen av dessa mikroekonomiska analyser förblir dock att sambanden mellan den reala och finansiella ekonomin är snarare antagna i form av utbuds- och efterfrågekurvor än härledda från några underliggande ekonomiska krafter. En ökad förståelse av de finansiella sambanden kräver därför analyser som utgår direkt från de ekonomiska faktorer som påverkar utformningen av finansiella institutioner och finansiella kontraktsformer. Teoribildningen i kapitlen 4–6 syftar till att fylla denna funktion. Den ekonomiska faktor som visar sig vara viktig för att bättre förstå sambanden mellan den reala och finansiella ekonomin är den finansiella sektorns roll i ekonomins informationshantering.

<sup>4</sup> Det bör nämnas här att ett argument för fri internationell handel i finansiella tjänster är den ökade riskspridning som världsekonomin erbjuder jämfört med enskilda länders ekonomier. Utbytet av finansiella tjänster över nationsgränserna kommer liksom varuutbytet att leda till välfärdsvinster.



### 3. Kort historik om den finansiella sektorn i makroekonomisk teori

#### 3.1 Utvecklingen av formell makroteori – den finansiella sektorn ignorerades

En modern textbok i makroekonomi innehåller förvånansvärt lite analys av samspelet mellan den finansiella och den reala ekonomin. Teoribildningen om sambanden mellan reala och nominella ekonomiska variabler betonar dessutom enbart penningmängden, medan övriga funktioner av den finansiella sektorn avhandlas på ett deskriptivt sätt utan att integreras in i den formella analysen. Denna beskrivning gäller alla de olika inriktningarna i makroekonomi; keynesianer, monetarister och anhängare av "new classical" makroekonomi som betonar rationella förväntningar och mikroekonomiskt baserade makromodeller.

Den keynesianska teoribildningen intar fortfarande en dominerande plats i de flesta textböckerna på universitetsnivå. Med keynesiansk teoribildning menas då den formella tolkningen av John Maynard Keynes (1936) verbala ekonomiska argument framförda i boken "The General Theory of Employment, Interest and Money". Den första formaliseringen av Keynes idéer återfinns i artiklar av Hicks (1937) och Modigliani (1944). Denna matematiska tolkning av Keynes teori kallas populärt för IS-LM modellen. Modellens samband mellan den reala och finansiella sektorn utgår från antaganden om ekonomins efterfrågan på likviditet ("liquidity preference"). Denna efterfrågan på likviditet antas endast kunna tillfredsställas med pengar. IS-LM modellen utpekar därmed penningmängden som den viktigaste finansiella variabeln för ekonomins reala utveckling. Närmare bestämt, givet det andra centrala keynesianska antagandet om trögrörliga nominella priser, så bestämmer penningmängden den rådande realräntan.

Den finansiella sektorn är endast betydelsefull i IS-LM modellen såtillvida att den påverkar penningmängden. Detta förklarar varför banksystemet är den enda finansiella institution som är beaktad i analysen. En del av bankernas skulder utgör nämligen "pengar", dvs. vissa bankkonton anses vara tillräckligt likvida för att bli inkluderade i måttet av penningmängden. Den formella analysen av banksystemet är vanligen en variant av kreditmultiplikatorn ("money multiplier process"). Den centrala idén är att centralbanken bestämmer den monetära basen, vilken är summan av allmänhetens mynt- och sedelhållning samt bankernas reserver. Den monetära basen och vissa banktillgodohavanden utgör sedan penningmäng-

den. Den så kallade kreditmultiplikatorn beskriver hur variationer i den monetära basen leder till ännu större förändringar i penningmängden. Denna multiplikatoreffekt uppstår till följd av antagandet om att bankernas önskade (eller lagstadgade) reserver är satta som en viss kvot av deras inlåning, samtidigt som allmänhetens hållning av mynt och sedlar också antas stå i en viss proportion till denna inlåning. En ökning i den monetära basen visar sig då leda till en expansion av bankinlåningen, när marknadskrafterna försöker återställa banksystemets önskade reservkvot och allmänhetens önskade mynt/sedelkvot.

Det i särklass mest välkända arbetet i den monetaristiska traditionen är en empirisk studie av Friedman och Schwartz (1963). De undersökte det historiska sambandet i USA mellan penningmängden och ekonomins reala produktion. Korrelationen mellan dessa variabler var särskilt påtaglig under den stora depressionen på 1930-talet, då både penningmängden och produktionen föll kraftigt. Friedman och Schwartz ansåg att det var nedgången i penningmängden, som orsakade det kraftiga fallet i produktionen. Slutsatsen av deras resonemang var att den amerikanska centralbanken ("the Federal Reserve") var direkt ansvarig för hur allvarlig den stora depressionen blev. Enligt deras uppfattning borde centralbanken ha motverkat nedgången i penningmängden genom öppna marknadsoperationer.

Det stora antalet bankkonkurser under den stora depressionen utgör en betydelsefull komponent i Friedmans och Schwartzs analys. Till följd av dessa konkurser minskade den totala banksättningen och allmänhetens efterfrågan på mynt och sedlar ökade. Med andra ord så steg allmänhetens önskade mynt- och sedelhållning relativt till banksättningen, vilket ledde till en lägre kreditmultiplikator. Resultatet blev då att penningmängden måste falla, eftersom centralbanken inte expanderade den monetära basen. Återigen liksom i den keynesianska teorin är penningmängden den enda finansiella variabeln i den ekonomiska analysen. Keynesianer och monetarister kan därför sägas dela samma kvalitativa syn av den finansiella sektorn och deras meningsskiljaktigheter gäller snarare hur stora de kvantitativa ekonomiska sambanden är. Monetarister anser att de monetära sambanden är viktigare i den makroekonomiska analysen, medan keynesianer har däremot traditionellt lagt större vikt vid effekterna av den förda finanspolitiken.

Den nuvarande dominerande inriktningen i makroekonomisk forskning betonar de mikroekonomiska fundamenten för makroekonomisk teori. Detta skifte i ansats kan sägas vara resultatet av att tidigare makromodeller med diverse antaganden om aggregerade samband gav upphov till resultat, som stred mot det centrala ekonomiska postulatet att ekonomiska aktörer är rationella och försöker maximera sin nytta. För att undvika inkonsistenta resultat är det därför önskvärt att konstruera en makromodell från dess mikroekonomiska fundament såsom antaganden om preferenser och produktionsteknologier. Denna ansats är vida accepterad idag och används av flertalet makroekonomer. Även om de första tillämpningarna betecknades som "new classical economics" ansluter sig idag ekonomer av mycket olika åskådningar som t.ex. "new keynesian economics".

Den finansiella sektorn förblev försummad även under den nya ansatsen i makroekonomi. Förväntningsbildningen i ekonomin betonades nu, men penningmängden var fortfarande den enda finansiella variabeln som beaktades. Ett exempel på detta är Lucas (1972) monetära teori av konjunkturcykeln, vilken senare populariserades av Barro (1976, 1978). Det centrala budskapet var att endast oförväntade förändringar i penningmängden har reala konsekvenser för ekonomin. Dessa reala effekter uppstår då de ekonomiska aktörerna misstar nominella prisökningar för ändrade relativpriser. Makroekonomernas fortgående intresse i penningmängden avspeglas också i en omfattande empirisk studie av det kausala sambandet mellan penningmängden och den reala produktionen, vilken Sims (1972) kan sägas ha initierat. Den ekonometriska tekniken "vector autoregressions" används i denna litteratur för att fastställa huruvida fluktuationer i penningmängden påverkar produktionsutfallet i ekonomin. De ekonometriska modellerna innehåller ibland fler variabler än de två nämnda, men det underliggande intresset har genomgående att göra med penningmängdens betydelse.

Förutom en långtgående tradition hos den formella makroanalysen att endast betona penningmängden, så finns det ytterligare en förklaring till varför den nya ansatsen i makroteori utelämnade den finansiella sektorn. Det är sant i nationalekonomi som i vilken annan vetenskap att konstruktionen av nya teorier är begränsade av tillgängliga "analysverktyg". Den nya målsättningen att konstruera makromodeller med mikroekonomiska fundament förlitade sig på den allmänna jämviktsteorin som hade utvecklats av Arrow (1953) och Debreu (1959). Den ursprungliga formuleringen var en ekonomi med fullständiga marknader, dvs. allting antogs kunna köpas och säljas på marknader inklusive försäkringskontrakt för osäkra utfall i framtiden. Under detta antagandet finns det egentligen inget utrymme för finansiella institutioner. Hushållen kan själva verkställa alla sina investerings- och försäkringsbeslut utan någon hjälp av finansiella intermediärer.

Den yttersta konsekvensen av den beskrivna modellstrukturen med fullständiga marknader är faktiskt att det inte ens finns något behov av pengar som betalningsmedel. Hushållen och företagen kan göra upp sina ekonomiska transaktioner direkt med hjälp av reala resurser som varor och tjänster (eller löften om framtida leveranser av sådana resurser). Pengar behöver inte alls användas som ett mellanled i dessa transaktioner utan varor och tjänster antas kostnadsfritt kunna överföras mellan olika ekonomiska aktörer. Mot bakgrund av denna modellegenskap är det knappast förvånande att de finansiella sambanden har helt utelämnats i det stora flertalet makroekonomiska modeller i den nya ansatsen som bygger på mikroekonomiska fundament. Ett välkänt exempel är de så kallade "real business cycle" modellerna. På basis av Brock och Mirmans (1972) modell av ekonomisk tillväxt, så konstruerade Kydland och Prescott (1982) den första konjunkturmodellen av denna typ. Den centrala idén är att konjunkturcykler genereras av reala störningar till produktionsteknologin. Med andra studeras ekonomiska fluktuationer i en modell, där det existerar varken pengar eller finansiella institutioner.

### 3.2 Äldre makroekonomiska tankegångar kring den finansiella sektorn – av mindre formell natur

Som framgår från ovan så har traditionell makroekonomisk teori nedtonat betydelsen av den finansiella sektorn. Sambanden mellan den finansiella och reala ekonomin har dock varit föremål för mindre formell analys. En idag välciterad ekonom är Irving Fisher (1933), som ansåg att den stora depressionen på 1930-talet till stor del berodde på ett sammanbrott av den finansiella sektorn. Hans argument var att en relativt hög skuldsättning gjorde marknadsekonomierna oerhört sårbara vid tidpunkten för konjunktturnedgången. Den direkta effekten av den höga skuldsättningen var att antalet konkurser blev större än nödvändigt, vilket kraftigt bidrog till storleken på den ekonomisk nedgången. Det uppkom dessutom en indirekt effekt av den höga skuldsättningen, vilken omfattade samtliga låntagare inklusive de som inte gick i konkurs. Denna indirekta effekt uppstod från förmögenhetsomfördelningen som ägde rum till följd av deflationen under den stora depressionen. De fallande priserna ledde till att den reala skuldnivån steg, vilket berikade långivarna på låntagarnas bekostnad. Låntagarnas lägre förmögenhet minskade både deras nuvarande och framtida efterfrågan, vilket ansågs ytterligare fördjupa den ekonomiska krisen.

Keynes (1936) diskuterade också hur den reala ekonomin kunde påverkas av förväntningsbildningen i finansiella marknader. Om antingen entreprenörerna miste långivarnas förtroende eller om entreprenörernas egna framtidstro sviktade, så kunde en ekonomisk nedgång omedelbart följa. Som beskrivits ovan så formaliserades inte detta resonemang av Keynes efterföljare. Det var endast penningmängden som framlyftes i den formella analysen, som den viktiga finansiella variabeln. Denna fokusering på monetära aggregat kritiserades av bland annat Gurley och Shaw (1955), som ansåg att den reala ekonomin påverkades i allra högsta grad av den finansiella sektorn. De betonade skillnaderna mellan u-länder och i-länder avseende deras finansiella utveckling. De sofistikerade finansmarknaderna i i-länderna togs som ett tecken på att den reala och finansiella utvecklingen måste gå hand i hand. Gurley och Shaws argument var att ett lands utvecklingsnivå var positivt relaterad till företagets förmåga att kunna skuldsätta sig, vilken i sin tur berodde på hur väl utvecklade de finansiella marknaderna var. Ur ett konjunkturcykelperspektiv var emellertid denna skuldsättning både på gott och ont, eftersom den ansågs kunna förstärka högkonjunkturen såväl som att fördjupa lågkonjunkturen. Deras resonemang här var snarlikt skuldsättnings- och deflationsproblematiken som Fisher (1933) hade framfört tidigare.

Minsky (1975) och Kindleberger (1978) är exempel på andra ekonomer, som framförde tesen att störningar i finansiella marknader kunde skapa riktiga kriser för den reala ekonomin. Men återigen var alla dessa argument av en informell karaktär jämfört med den formella analys som dominerar traditionella textböcker i makroteori. Riktigt explicita modeller av den finansiella sektorn som en betydelsefull storhet för makroekonomin har egentligen först konstruerats under de senaste 10–15 åren. Denna utveckling kan sägas ha inspirerats av teoribildningen kring asymmetrisk





## 4 Asymmetrisk information – genombrott i ekonomisk teori

### 4.1 En förändrad syn på marknadens funktionssätt

Under 1970-talet har det framvuxit en omfattande litteratur beträffande de ekonomiska implikationerna av asymmetrisk information. Denna komplikation har visat sig ifrågasätta många ekonomiska resultat. Ett berömt exempel återfinns i Akerlofs (1970) inflytelserika artikel på detta område. Akerlof visade hur asymmetrisk information kan hindra en marknad från att uppkomma även om det existerar både villiga köpare och säljare.

Akerlofs exempel avser den begagnade bilmarknaden, men resonemang- et är uppenbart tillämpligt i en mängd andra situationer. Det centrala antagandet är att köpare och säljare har olika information om varan eller tjänsten som ska utbytas. Exempelvis verkar det vara rimligt att anta att en säljare har bättre information om den begagnade bil hon står i begrepp att sälja jämfört med en potentiell köpare. På grund av köparens begränsade information, så blir marknadsutfallet att priset måste avspegla den genomsnittliga kvalitén av de sålda bilarna. Följaktligen kommer säljare av bilar av låg kvalitet att erhålla en premium på bekostnad av alla säljare av bilar av högre kvalitet. Detta faktum kan i sin tur leda till att det inte existerar något jämviktspris överhuvudtaget. Orsaken är att de normala utbuds- och efterfrågesambanden inte längre håller. Till exempel, låt oss se vad som händer i denna marknad när priset sjunker till följd av en alltför liten efterfrågan. Vanligtvis förväntar vi oss att ett prisfall ska leda till en större efterfrågan, men detta behöver inte vara fallet här. Ett lägre pris medför nämligen att ägare av bilar av relativt god kvalitet är mindre villiga att sälja och utbudet av dessa bilar tenderar därför att minska. Köparna inser att den genomsnittliga kvalitén har sjunkit, vilket kan då leda till en mindre efterfrågan trots det lägre priset. Kontentan av detta blir att det inte behöver existera något jämviktspris överhuvudtaget, dvs. den asymmetriska informationen kan hindra en marknad från att uppkomma.

Akerlofs analys av asymmetrisk information går under namnet "lemon problem". "Lemons" står för de begagnade bilarna av lägre kvalitet, som skapar problem för marknadens funktion. Akerlofs resonemang har också framförts i analyser av andra marknader än den begagnade bilmarknaden. Rothschild och Stiglitz (1976) och Wilson (1977) studerar

hur den beskrivna problematiken påverkar försäkringsmarknaden. De visar hur försäkringstagare med privat information om deras egna risker kan på liknande sätt hindra uppkomsten av en välfungerande försäkringsmarknad. Försäkringspremien måste nämligen avspegla den genomsnittliga kostnaden att försäkra försäkringstagare av olika risktyper. Resultatet blir därför återigen att marknadspriserna är förknippade med en subvention av vissa ekonomiska aktörers verksamhet. Försäkringstagare som representerar en högre risk gynnas på bekostnad av andra försäkringstagare, som vet med sig att deras risk är lägre. Den ekonomiska analysen visar formellt hur detta förhållande kan leda till ett fullständigt marknadssambrott.

Det följande avsnittet redogör för hur asymmetrisk information har påverkat forskningen inom företagsfinansiering. Resultaten från denna forskning har utövat stort inflytande på makroekonomers förnyade intresse i den finansiella sektorn.

## 4.2 Tidiga tillämpningar inom området företagsfinansiering

Antagandet om asymmetrisk information gav upphov till en omfattande forskning inom området företagsfinansiering. Teoribildningen blev utgångspunkt för en kritisk granskning av det så kallade Modigliani-Miller teoremet. Modigliani och Miller (1958) hade visat att reala investeringsbeslut inte beror på den bakomliggande finansieringen i en ekonomi med fullständiga marknader. Till exempel, andelen aktiekapital i förhållande till skuldfinansiering påverkar då inte vilka reala investeringar som ska genomföras. Det är visserligen sant att ett mindre aktiekapital medför att långivarna axlar en större risk och måste kompenseras med en högre ränta, men samtidigt minskar den erforderliga kompensationen till aktieägarna i motsvarande grad. Modigliani och Millers formella analys påvisar hur den totala finansieringskostnaden faktiskt förblir densamma för olika finansieringsmetoder, dvs. lönsamhetskalkyler för reala investeringsprojekt är oberoende av deras finansieringssätt. Nationalekonomer har funnit detta resultat mycket användbart, eftersom det innebär att företagets investeringsbeteende kan inkorporeras i ekonomiska modeller utan att behöva ta hänsyn till finansiella marknader.

Antagandet om asymmetrisk information leder till att denna separation mellan reala investeringsbeslut och finansieringsmetod inte längre håller. Informationskillnader mellan företagsledningen och dess fordringsägare kan sägas blottlägga de alltid närvarande intressekonflikterna dem emellan. Utformningen av finansiella arrangemang erbjuder då ett sätt att försöka harmonisera de olika parternas målsättningar.

Jensen och Meckling (1976) studerar konsekvenserna av antagandet att kapitalplacerare har begränsade möjligheter att övervaka företagsledningens aktiviteter. Under sådana förhållanden får företagets kapitalstruktur reala effekter genom att påverka företagsledningens incitament. Det visar

sig att både aktiekapital och skuldfinansiering är förknippade med snedvridande effekter på incitamenten. Detta kan ses i ett enkelt exempel när företagsledningen antas självt äga 1 procent av företagets tillgångar. Om den resterande finansieringen består av aktiekapital, så blir konsekvensen att företagsledningen inte anstränger sig tillräckligt hårt för att maximera vinsten. De erhåller ju endast 1 procent av den extra vinsten, medan merparten av resultatförbättringen istället tillfaller aktieägarna. I det motsatta fallet med skuldfinansiering blir effekten att företagsledningen väljer alltför riskfyllda projekt. Orsaken till detta är att företagsledningen då behåller de höga vinsterna från lyckade projekt, medan kostnaden av misslyckanden faller på långivarna på grund av företagsledningens begränsade ansvar.

Leland och Pyle (1977) och Ross (1977) argumenterade att valet av finansieringsmetod kan också ses som en signal till kapitalmarknaden avseende företagets värde. Entreprenörer med lovande projekt borde vara villiga att satsa mera eget kapital jämfört med entreprenörer med sämre projekt. Detta signaleringssätt minskar de negativa effekterna av asymmetrisk information, men till kostnaden av att entreprenörerna bär en alltför stor risk. Den bästa lösningen från ett samhällsekonomiskt perspektiv är att entreprenörersverksamheten och riskexponeringen kan fullständigt åtskiljas.<sup>5</sup> Ett mycket generellt resultat i denna litteratur är emellertid att detta är omöjligt. Marknadslösningen sägs därför vara "second best" jämfört med den optimala riskallokering som skulle äga rum utan någon asymmetrisk information. Avvikelsen från "first best" utgör ett mått på betydelsen av den undersökta kopplingen mellan den reala investeringsverksamheten och dess finansiering. Som nämnts tidigare så skulle det inte existera något samband alls mellan dess två aktiviteter i en ekonomi utan imperfektioner.

Ett besläktat resultat till ovannämnda signaleringsargument är att förekomsten av asymmetrisk information gör att kostnaden av externt kapital överstiger kostnaden av internt genererat kapital. Det vill säga räntabilitetskravet för ett övervägt projekt är högre om företaget förlitar sig på extern finansiering jämfört med interna medel. Myers och Majluf (1984) undersöker i detta sammanhang vad konsekvenserna är av en nyemission av aktier, när företagsledningen har privat information om företagets framtida lönsamhet. Under sådana omständigheter måste aktiemarknaden försöka avgöra huruvida nyemissionen reflekterar ett välmotiverat finansieringsbehov eller om företaget använder nyemissionen för att berika nuvarande ägare. Detta är återigen ett exempel på Akerlofs "lemon problem" i avsnitt 4.1. Problemet är att goda företag erhåller ett alltför lågt pris för sina nyemitterade aktier, vilket därmed begränsar deras finansieringsmöjligheter. Greenwald, Stiglitz och Weiss (1984) anser att ett empiriskt bevis på detta "lemon problem" är att företag som tillkännager en nyemission vanligen erfar ett betydande fall i aktiekursen.

<sup>5</sup> I kapitel 2 diskuterades hur en välfungerande kreditmarknad leder till välfärdsvinster när en entreprenörs konsumtionsbeslut separeras från dennes reala investeringsbeslut. Exakt samma resonemang är tillämpligt beträffande risken förknippad med entreprenörens verksamhet. Välfärdsvinster uppstår när entreprenören kan uppbringa externt riskkapital för att därigenom minska sin egen riskexponering.



## 5 Teorin om finansiella marknader med asymmetrisk information

### 5.1 Kreditmarknaden

Antagandet om asymmetrisk information har påverkat ekonomers syn på kreditmarknaden på ett otal sätt. Efterfråge- och utbudssambanden är avsevärt mer komplicerade, när de ekonomiska aktörerna har olika information om faktorer relevanta för en påtänkt kredittransaktion. Jaffee och Russell (1976) beskriver till exempel hur kreditransonering kan bli följden när låntagarna har privat information om lönsamheten av sina projekt. Akerlofs (1970) "lemon problem" uppstår här, eftersom långgivaren inte kan fullständigt diskriminera mellan dåliga och goda låntagare. Låneräntan kommer därför att avspegla den genomsnittliga kvalitén på de beviljade lånen, vilket innebär att dåliga projekt gynnas på bekostnad av goda projekt. Jaffee och Russell gör också antagandet att konkursrisken är positivt relaterad till lånets storlek. Under dessa förhållanden är det då möjligt att en kvantitativ restriktion är att föredra jämfört med att endast förlita sig på prismekanismen. Genom att begränsa krediterna till samtliga låntagare så minskar antalet konkurser, dvs. problemet med "lemons" blir mindre.

Stiglitz och Weiss (1981) utvidgar analysen av kreditransonering genom att undersöka en situation där identiska företag behandlas olika på kreditmarknaden. Medan vissa företag erhåller krediter, så nekas andra. Återigen är det centrala antagandet att låntagarna har privat information om sina egna projekt. Alla projekt antas nu ha samma förväntade avkastning, men de sämre projekten har en högre varians i utfallet jämfört med de bättre projekten. Detta innebär att de bättre projekten är mer räntekänsliga än de sämre. Låntagare med dåliga projekt (hög varians) är villiga att chansa även om räntan är hög. Resultatet blir att räntestegringar är associerade med ett "lemon problem", dvs. den genomsnittliga projektkvalitén minskar med räntenivån. Det behöver därför inte existera någon marknadssjämvikt alls där kreditutbudet är lika med kreditefterfrågan. Istället kan det uppkomma en kreditransonering varvid identiska företag behandlas olika utan någon synbar anledning.

En kritik av dessa modeller av kreditmarknaden är att utformningen av lånekontrakten är exogen given i analysen. En bättre ansats skulle vara att

studera den endogena utformningen av dessa kontrakt. En viktig fråga är huruvida de härledna resultaten beror på att ingen hänsyn tas till finansiella innovationer, som kanske kan neutralisera de negativa effekterna av asymmetrisk information. Sådana frågor kan studeras i Townsends (1979) modellansats, som bygger på antagandet att det är kostsamt för en utomstående att verifiera utfallet av en entreprenörs investeringsprojekt ("costly state verification"). Townsend visar att i en sådan omgivning kan lånekontrakt vara den optimala formen av finansiering, ifall entreprenörens egna förmögenhet utgör en otillräcklig finansieringskälla. Den härledda jämviktslösningen är att kreditgivaren erhåller den överenskomna räntan när entreprenören säger att projektet har varit framgångsrikt. Det finns då inget behov av att verifiera sanningshalten i entreprenörens rapportering. Men om entreprenören istället uppger att projektet har misslyckats, så företar kreditgivaren en kostsam revision. Denna endogena utformning av finansiella kontrakt har använts i de makroekonomiska modellerna av reala och finansiella samband, som diskuteras i kapitel 6 nedan.

## 5.2 Intermediärer – banker

Synen på finansiella intermediärer såsom banker har också förändrats avsevärt i den ekonomiska analysen. Den äldre ansatsen var att behandla finansiella företag som vilka andra företag som helst. (Baltensperger (1980) erbjuder en översikt av denna äldre litteratur.) I princip antogs de finansiella företagen välja mellan olika givna teknologier för att producera tjänster, t.ex. banklån, med hjälp av "insatsvaror", t.ex. insättarnas sparmedel. Detta synsätt innebar att bankverksamheten är knappast annorlunda än exempelvis produktionen av kläder. Den moderna ansatsen till finansiella intermediärer är istället att studera de underliggande faktorerna, som förklarar uppkomsten av dessa institutioner. En viktig sådan faktor är förekomsten av asymmetrisk information. Banker kan sägas existera på grund av informationsproblem. Deras uppgift är att inhämta information, göra kreditbedömningar och övervaka låntagarnas verksamhet.

En god illustration av den förändrade synen på bankerna är två artiklar av Fama. Fama (1980) visade hur bankverksamheten är i princip irrelevant för den reala ekonomin. Han studerade en ekonomi med fullständiga marknader. I en sådan ekonomi har den finansiella strukturen ingen effekt på det reala utfallet, vilket hade tidigare påvisats av Modigliani och Miller (1958) (se avsnitt 4.2 ovan). Det vill säga det reala utfallet är oberoende av bankernas vara eller inte vara. Till exempel, det spelar ingen roll om företagets finansieringsbehov tillgodoses med krediter från banksystemet eller lån direkt från allmänheten. Ansatsen i Famas (1985) senare artikel är den diametralt motsatta. Frågeställningen i denna artikel är vem som bär kostnaden av reservkvoterna, som statsmakterna ålägger bankerna. Dessa reservkvoter fungerar som en skatt, vilken drabbar bankerna men inte andra finansiella intermediärer. Fama konstaterar därefter att denna skatt inte kan övervältras på insättarna, eftersom de har tillgång till alternativa

sparformer. Istället är det bankens låntagare som måste betala högre räntor jämfört med marknadsräntan på emitterade värdepapper. Sedan de är villiga att betala dessa högre låneräntor, så drar Fama slutsatsen att de berörda företagen inte skulle kunna erhålla motsvarande krediter från värdepappersmarknaden. Genom sin informationsverksamhet kan banksystemet alltså förse vissa företag med krediter till en lägre kostnad än värdepappersmarknaden. Bankerna spelar därför en speciell roll i finanssektorn och deras existens är långt ifrån irrelevant för den reala ekonomin.

Diamond (1984) erbjuder en formell förklaringsmodell av bankernas uppkomst. Han använder sig av Townsends (1979) antagande att det är kostsamt att verifiera investeringsutfallet av en låntagares projekt. Diamond visar hur banker då tillkommer för att utnyttja stordriftsfördelar i övervakningsfunktionen. Det är effektivare att låta en bank vara ansvarig för utlåningen av ett större kapital. Först och främst så kan banken ensamt övervaka låntagarnas investeringar även om finansieringen av enskilda projekt kommer från ett stort antal småsparare. Dessutom löser banksystemet insättarnas eget övervakningsproblem med hänsyn till bankledningen. Om banken är engagerad i ett stort antal oberoende låneprojekt, så kan insättarna göra en bedömning av bankverksamheten på basis av det genomsnittliga utfallet. Det föreligger därför inget behov för insättarna att granska bankens olika låneprojekt, vilket skulle ha ogjort den tidigare nämnda fördelen.

Diamonds modell ger upphov till finansiella institutioner, som efterliknar verklighetens banker. De skriver lånekontrakt med enskilda låntagare och detaljgranskar investeringsutfallet när en låntagare förklarar sig inte kunna återbetala lånet. Bankerna väljer också att hålla väl diversifierade låneportföljer och kan därigenom erbjuda insättarna ett förhållandevis säkert placeringsalternativ trots att ett antal låntagare kan förväntas gå i konkurs. Williamson (1986) använder sig också av denna modellansats för att visa hur den diskuterade kreditransoneringen i föregående avsnitt kan uppstå när kreditförmedlingen sker genom finansiella intermedieärer. Den kostsamma verifieringen av investeringsutfall förklarar premien på låneräntan, som kan leda till kreditransonering. Banker uppkommer då enligt ovan för att reducera denna premie genom lägre övervakningskostnader, vilket i Williamsons analys minskar förekomsten av kreditransonering.

Analysen av finansiella intermedieärer har utvidgats i ett antal olika riktningar. Moore (1987) demonstrerar hur de negativa effekterna av asymmetrisk information i kreditmarknader kan minskas genom längre kontrakt mellan banken och dess kunder. Morgan (1988) studerar ytterligare en aspekt av långvariga kundrelationer, vilken är att flertalet företagskrediter inte förhandlas fram på en individuell basis utan utgör en del av ett långvarigt bankåtagande. Morgan visar hur marknadskrafterna ger upphov till sådana kontrakt, vilka stipulerar lånetak istället för bestämda framtida lånebelopp. På detta sätt erbjuds företagen en viss försäkring mot osäkerheten i framtida kreditbehov och risken för att drabbas av en kreditransonering minskar.



## 6 Makromodeller med reala och finansiella samband

Teorin om asymmetrisk information har också inkorporerats i allmänna jämviktsmodeller för att studera de makroekonomiska implikationerna. En central slutsats från dessa modeller är att finansiella variabler kan förstärka ekonomins konjunktursvängningar. Denna finansiella accelerator är direkt förknippad med insikterna från de mikroekonomiska analyserna ovan. En sådan grundläggande insikt är att externt kapital utgör en dyrare finansieringsform för företagen jämfört med internt genererade medel. En annan viktig insikt är att kostnadsdifferensen mellan externt och internt kapital beror på individuella företags soliditet. Ju mindre ett företags tillgångar är desto kostsammare blir det för företaget att uppbringa externt kapital. Konsekvensen av dessa ekonomiska samband blir att en oförväntad värdeminskning av ett företags tillgångar ökar dess kostnader för externt kapital. De stigande finansieringskostnaderna gör i sin tur att företaget måste skära ned på sina investeringar och produktion. Detta resonemang utgör kärnan i de makroekonomiska modellerna av en finansiell accelerator. De reala effekterna av en negativ ekonomisk shock förstärks ytterligare av finansiella faktorer. Den ekonomisk nedgången efter exempelvis en kraftig oljeprishöjning beror inte endast på den direkta effekten av stigande produktionskostnader utan också på de indirekta effekterna av allt större friktioner i de finansiella marknaderna till följd av företagens försvagade balansräkningar.

Bernanke och Gertler (1989) analyserar denna ekonomiska dynamik i en modell baserad på Townsends (1979) antagande att det är kostsamt för utomstående bedömare att inhämta information om utfallet av gjorda investeringar. Företagens kostnad för externt kapital inkluderar då en ersättning till intermediärerna för deras kostsamma övervakningsarbete. Bernanke och Gertler visar hur detta finansiella pålägg ökar i händelse av en negativ shock till företagets produktivitet. Företagens minskade kassaflöden medför nämligen att både antalet konkurser ökar och intermediärernas övervakningskostnader stiger. Det större övervakningsarbetet är nödvändigt för att bevaka kreditgivarnas intresse i de nu mindre solventa företagen. Med andra ord så förvärras intressekonflikten mellan företagsägarna och långgivarna, när företagens egna kapital minskar och konkursrisken ökar. De stigande kostnaderna för externt kapital leder i sin tur till

att företagen skär ned på sina investeringar. De mindre investeringarna får därefter konsekvensen att företagets framtida kassaflöden också blir mindre än normalt. Den formella analysen demonstrerar därför hur en tillfällig produktivitetsshock kan få långvariga realekonomiska effekter på grund av enbart de finansiella sambanden.

En implikation av Bernanke och Gertlers analys är att den finansiella dynamiken är icke linjär till sin natur, dvs. den finansiella acceleratoren är starkare ju djupare den ekonomiska nedgången är. Detta följer från det faktum att intressekonflikten mellan företagsägarna och långivarna är närmast obetydlig när företagets egna kapital är tillräckligt stort. Tillfälliga fluktuationer i kassaflöden får därför ingen effekt på investeringarna i en ekonomi med tämligen solventa företag. Den finansiella acceleratoren träder endast i kraft om en ekonomisk shock urholkar företagets solvens till en sådan grad att kostnaden för extern finansiering stiger kraftigt. En annan implikation av analysen är att de externa kapitalflödena omallokeras i en ekonomisk nedgång och går då i en allt större omfattning till företag med relativt högre solvens. Olika företag kan därför avsevärt skilja sig åt vad beträffar deras förmåga att överbrygga ekonomiskt svåra tider. Avsnitt 8.2 nedan redogör för ett antal empiriska undersökningar, som kraftfullt belägger denna slutsats.

Andra teoretiska studier har utvidgat resonemanget runt den finansiella acceleratoren. Greenwald och Stiglitz (1993) har exempelvis studerat hur arbetsmarknaden påverkas av de finansiella sambanden. I deras modell beskrivs produktionen som en tidsmässigt utdragen process, där insatsvaror såsom arbetskraft behöver finansieras innan försäljningsintäkterna realiserar. Ett företag med ett tillfälligt försämrat kassaflöde måste då uppbringa ytterligare externt kapital för att kunna betala för sina rörliga kostnader. Sedan företagets tillgång till externt kapital beror på dess finansiella ställning, så uppstår det ett direkt samband mellan finansiella faktorer och efterfrågan på exempelvis arbetskraft.

Kiyotaki och Moore (1993) undersöker hur den finansiella acceleratoren påverkas av antagandet att en real tillgång måste ställas som säkerhet för sökta lån. Låt oss här kalla den reala tillgången för fastigheter. Förutom deras funktion som säkerhet för lån, så antas fastigheterna också användas som en insatsvara i låntagarnas produktionsprocess. (Ett annat förenklande antagande är att fastighetsbeståndet är oförändrat över tiden utan varken förslitning eller nyproduktion.) I denna ekonomi innebär en negativ shock till företagets produktivitet att fastighetsvärdet sjunker, dvs. värdet av de ställda säkerheterna minskar. Detta medför att företagets låneutrymme minskar och de blir tvungna att dra ned på sin verksamhet. Den lägre ekonomiska verksamheten leder dock till ytterligare en minskning av fastighetsvärdet, vilket än mer fördjupar den ekonomiska nedgången. Modellens dynamik beskriver alltså en nedåtgående spiral, där sjunkande fastighetspriser åtföljs av en allt lägre ekonomisk aktivitet. Den ursprungliga produktivitetsshocken förstärks över tiden av finansiella faktorer.

Dessa makroekonomiska modeller med reala/finansiella samband påminner bestämt om de äldre tankegångarna kring betydelsen av den finansiella sektorn, vilka diskuterades i avsnitt 3.2. Fördelen med den formella analysen av väl-specifierade modeller är emellertid att de härledda orsaks-sambanden är både explicita och logiskt konsistenta. Ett exempel på problemen med ekonomiska argument utan formell analys är Fishers (1933) skuldsättnings- och deflationsargument. Dennes argument att en ekonomi med hög skuldsättning skulle vara sårbar vid en plötslig deflation har varit mycket omdebatterat. Det är visserligen sant att en oväntad deflation minskar låntagarnas förmögenhet, men samtidigt ökar långgivarnas förmögenhet i motsvarande utsträckning. Det är inte uppenbart varför en sådan omfördelning skulle leda till en konjunkturnedgång. Det har föreslagits att den aggregerade efterfrågan skulle falla om långivarnas konsumtionsbenägenhet är lägre än låntagarnas. Frågan är emellertid varför detta skulle vara fallet, speciellt då många långgivare är småsparare och kreditflödena går bland annat till storföretag.

Den genomgångna teoribildningen som bygger på asymmetrisk information i kreditmarknader erbjuder en möjlig rationalisering av Fishers (1933) påstådda samband mellan den finansiella och reala ekonomin. Under antagandet att låntagarna är entreprenörer som har privat information om sina investeringsprojekt, så leder den oväntade deflationen till reala effekter för ekonomin. Entreprenörernas förmögenhetsförlust ökar deras kostnad för externt kapital just när deras finansieringsbehov är som störst till följd av det lägre egna kapitalet. Förmögenhetsomfördelningen från låntagarna till långgivarna resulterar därför i en minskad ekonomisk aktivitet genom att öka de finansiella transaktionskostnaderna. Företag med goda utvecklingsidéer finner det svårt att uppbringa extern finansiering. De externa finansierarna är nämligen ovilliga att skjuta till kapital, när företagen själva har alltför litet eget kapital att satsa. Bernanke och Gertler (1990) demonstrerar på detta sätt hur en ren deflationsshock kan ge upphov till en konjunkturnedgång.



## 7 Statliga bankgarantier

### 7.1 Välfärdsvinst: Undvika kreditmarknadssammanbrott

Diamond och Dybvig (1983) presenterar en modell i vilken statliga bankgarantier (eller så kallad insättarförsäkring) spelar en viktig roll. Analysen fokuseras på bankernas funktion att skapa likviditet. Deras modellantaganden är de följande. Insättarna antas vara osäkra om tidpunkten för deras framtida uttag. Detta är förklaringen till varför de föredrar att sätta in sina besparingar på en bank istället för att direkt investera i långvariga projekt. Bankerna å andra sidan anser sig kunna förmedla krediter till dessa långvariga projekt, eftersom endast en viss andel av insättarna beräknas göra tidiga uttag. Modellen formaliserar därigenom idén att banksystemet omvandlar illikvida investeringar till likvida tillgångar för insättarna.

Det faktum att bankerna använder likvida banksättningar för att finansiera långvariga projekt innebär att banksystemet är utsatt för likviditetsrisk. Om till exempel samtliga insättare bestämmer sig för att ta ut sina besparingar, så blir bankerna tvungna att avbryta de pågående investeringsprojekten. Under det rimliga antagandet att likvidationsvärdet av ofullbordade projekt är relativt lågt, så kan det inträffa att bankerna inte kan betala tillbaka det fulla värdet av gjorda insättningar. Detta i sin tur förklarar varför det är fullt möjligt att panikuttag ("bank runs") kan äga rum utan någon egentlig orsak i den underliggande reala ekonomin. Det är tillräckligt att insättarna förväntar sig ett sådant utfall för att dessa förväntningar ska vara självuppfyllande. Det är nämligen rationellt för varje insättare att omedelbart försöka ta ut sina pengar, om panikuttag anses vara nära förestående.

Diamond och Dybvig visar hur panikuttag från bankerna kan undvikas om staten garanterar insättarnas besparingar. En sådan garanti gör att endast bankkunder med verkliga likviditetsbehov kommer att ta ut sina pengar, medan andra insättare kan lugnt lämna sina besparingar inestående hos banken. Samhällets välfärdsvinst blir att produktiva investeringar inte behöver avbrytas på grund av ogrundade panikuttag av allmänheten.

Den beskrivna rationaliseringen av bankgarantier har varit föremål för en omfattande debatt i litteraturen. Jacklin (1987) påvisar hur Diamond och Dybvigs resultat är direkt avhängigt antaganden om vilka marknads-transaktioner som är tillåtna. Det är speciellt viktigt att hushållen inte har tillgång till andra kapitalmarknader jämte deras banksäkringar. Förekomsten av andrahandsmarknader för värdepapper skulle nämligen ta bort bankernas möjligheter att erbjuda insättarna en bättre likviditet än vad som redan kan uppnås i dessa andra marknader. Bankerna skulle alltså förlora sin speciella likviditetsskapande funktion i Diamond och Dybvigs modell, medan de däremot fortfarande skulle vara associerade med den potentiella kostnaden av panikuttag från allmänheten.

En annan synpunkt på Diamond och Dybvigs analys framförs av Wallace (1988) och Chari (1989). De demonstrerar hur bankerna kan själva undvika panikuttag genom att skriva annorlunda kontrakt med insättarna. Kontraktutformningen ska vara sådan att värdet av ett uttag är beroende av det tidigare antalet uttag under den aktuella perioden. Om det redan har ägt rum ett stort antal uttag, så får senare bankkunder en mindre "utdelning" om de försöker ta ut sina pengar i samma period. Ett sådant utbetalningsschema visas motverka situationer med ogrundade panikuttag. Återigen blir det bara bankkunder med verkliga likviditetsbehov som bestämmer sig för att göra uttag, medan andra bankkunder kan lugnt vänta med sina uttag till framtiden när deras behov av transaktionsmedel uppstår.

Den beskrivna lösningen av Wallace och Chari förblir en teoretisk möjlighet, som åtminstone idag inte har fått någon praktisk tillämpning. Givet dagens situation där staten garanterar insättarnas besparingar, så undersöker det följande avsnittet vilka kostnaderna är för ett sådant åtagande.

## 7.2 Välfärdskostnad: Missallokering av resurser

Litteraturen om statliga insättargarantier kan indelas i två grupper. En grupp utgörs av analyserna i föregående avsnitt som studerar fördelarna med ett sådant statligt ingripande, medan detta avsnitt istället går igenom litteraturen som avhandlar dess nackdelar. Det mest välkända argumentet mot insättargarantier är att bankerna då får incitament att investera i alltför riskfyllda tillgångar. Detta problem har bland annat analyserats av Kareken och Wallace (1978), Merton (1977) och Sharpe (1978). Resonemanget är det följande. Bankens insättare betraktar sitt sparande som riskfritt, eftersom antingen banken eller staten kommer att betala dem tillbaka. Banken kan därför betala insättarna den ränta som råder på riskfritt kapital och sedan välja den investeringsstrategi som bäst gynnar bankens ägare.

Antag nu att banken kan investera i antingen riskfria tillgångar eller mera riskfyllda projekt. En riskfri investeringsstrategi innebär att både bankägarna och insättarna erhåller den riskfria avkastningen med säker-

het. Om banken däremot väljer att investera i riskfyllda projekt så löper ägarna visserligen risken att förlora sitt kapital vid misslyckade satsningar, men om investeringarna är lyckosamma så behåller ägarna ensamma hela den extra vinsten. Den procentuella avkastningen för bankägarna blir desto större ju mindre ägarkapitalet är i förhållande till bankkundernas insättningar. De insatta sparmedlen ger alltså upphov till en hävstångsverkan vid riskfyllda investeringar, där den förväntade avkastningen på bankägarnas kapital kan bli tämligen högt. Konsekvensen av detta blir att det ligger i bankägarnas intresse att ta större risker när insättarnas sparmedel är garanterade av staten. Insättargarantierna fungerar i denna bemärkelsen som en subvention av bankens risktagande.

Den beskrivna analysen har utförts i partiella jämviktsmodeller. Det innebär att endast bankernas portföljval studeras utan att försöka förklara prissättningen av olika tillgångar eller ekonomins aggregerade resursallokering. Min egen forskning (Ljungqvist (1993)) försöker därför belysa de makroekonomiska effekterna av statliga bankgarantier. Den allmänna jämviktsmodell som jag använder mig av är Brock och Mirmans (1972) stokastiska tillväxtmodell som nämndes i avsnitt 3.1. De två ställda frågorna är hur samhällets aggregerade investeringar påverkas och vilka effekterna är på tillgångspriserna.

Min analys visar hur de statliga bankgarantierna resulterar i överinvesteringar i en allmän jämviktsmodell. Den beskrivna subventionseffekten för ett ökat risktagande leder till en större jämviktsstock av kapital jämfört med en ekonomi där investeringsrisken fullständigt faller på den privata sektorn. Finansieringen med banklån gör att investerarna tar större risker genom att välja större satsningar. De ser sin egen riskexponering vara begränsad till det egna kapitalet. Den övriga finansieringen kommer från bankens insättare, som själva är försäkrade genom bankgarantierna. Samhället som helhet är naturligtvis inte försäkrat mot den högre riskexponeringen. Skattebetalarna måste slutligen betala för eventuella bankgarantier som utfaller.

De snedvridna investeringsincitamenten och deras effekter har figurerat i analysen av den amerikanska krisen inom "savings & loan". White (1991) summerar upp kostnaden för det amerikanska samhället på följande sätt:

"The losses of the S&L debacle are thus represented by the losses on thousands of ill-advised and inappropriate office buildings, shopping centers, condominiums, hotels, resorts, and other investments that were built with the thrifts' funds. The U.S. economy would have been better served if less resources had been devoted to these investments and more had been devoted to other uses."

Denna missallokering av samhällets resurser är sannerligen en välfärds-kostnad, som måste tas hänsyn till när effekterna av statliga bankgarantier utvärderas.

En annan implikation av min formella analys är att svängningarna i tillgångspriserna kan bli större över konjunkturcykeln, när staten ställer garantier till banksystemet. De större prisfluktuationerna uppstår till följd av bankgarantiernas tendens att uppmuntra spekulativa investeringar i konjunkturuppgångar. Den större kapitalstocken medför då att priset måste falla djupare i konjunkturedgångar jämfört med en ekonomi där den privata sektorn står för allt risktagande och därför investerar mera försiktigt. Detta resultat betonar vikten av att beakta den ekonomiska utvecklingen från ett helhetsperspektiv, dvs. analysera ekonomiska händelseförlopp med en allmän jämviktsansats. Min analys antyder att synbara orsakssamband i en ekonomisk kris kan lätt missuppfattas. Det verkar i min modell som om bankkriser orsakas av fallande tillgångs priser, men den verkliga underliggande orsaken är bankgarantierna som leder till en alltför stor riskexponering i ekonomin och större svängningar i tillgångspriserna.

Båda min allmänna jämviktsanalys och tidigare partiella jämviktsmodeller förespråkar samma lösning till de snedvridna investeringsincitamenten. Den störning som bankgarantier utövar i kreditmarknaden måste neutraliseras med en annan "störning" av marknadskrafterna. Denna andra "störning" är statliga regleringar av banksystemet. Till exempel höga kapitaltäckningskrav kan neutralisera de negativa effekterna av statliga bankgarantier. Om ägarna till bankerna drabbas av tillräckligt höga förluster i en bankkris, så minskar deras intresse i motsvarande grad att ta alltför höga risker. Ett annat alternativ till kapitaltäckningskrav är att reglera bankernas investeringspolitik. Som vanligt är dock sådana detaljregleringar förenade med orimligt stora informationskrav på översynsmyndigheten. Den ekonomiska analysen identifierar också ett annat problem med att klassificera tillgångar med hänsyn till deras risk. Hur riskfylld en tillgång är beror på den framtida stocken av denna tillgång, vilken delvis beror på bankernas förda utlåningspolitik som i sin tur påverkas av eventuella statliga regleringar. Med andra ord kan risken associerad med en tillgång inte bestämmas utan att samtidigt beakta vad den slutliga bankregleringen kommer att vara.

## 8 Empiriska undersökningar av reala och finansiella samband

### 8.1 Betydelsen av finansiella faktorer jämfört med penningmängden

Översikten av traditionell makroekonomisk teori i avsnitt 3.1 visar tydligt hur penningmängden har länge varit den enda nominella variabel, som har tillskrivits någon betydelse. Andra finansiella variabler har ansetts kunna ignoreras i den makroekonomiska analysen. Detta synsätt har nu emellertid ifrågasatts av den nya teoribildningen kring asymmetrisk information. En intressant fråga blir därför huruvida empiriska studier kan åtskilja den relativa betydelsen av finansiella faktorer jämfört med penningmängden.

En detaljerad genomgång av de monetära och finansiella sambanden under den stora depressionen har gjorts av Bernanke (1983). Hans slutsats är att sammanbrottet av den finansiella sektorn stod i centrum av händelseförloppet, medan den monetära åtstramningen vid denna tidpunkt är kvantitativt alltför liten för att ensamt förklara varför nedgången blev så djup och långvarig. Bernanke baserar sitt resonemang på bland annat en estimation av Barros (1978) ekvation av de monetära sambanden enligt den rationella förväntningsskolan, som diskuterades i avsnitt 3.1 ovan. Förutom oförväntade förändringar i penningmängden, så introducerar Bernanke ett antal finansiella variabler i ekvationen som bestämmer produktionsutfallet. Det visar sig att fordringarna på konkursutsatta banker och företag samt ränteskillnaden mellan säkra och mera riskfyllda obligationer är variabler med stort förklaringsvärde. Bernanke argumenterar också att det här föreligger ett kausalt samband så att de finansiella variablerna inte endast förutspådde, men också orsakade det framtida produktionsbortfallet. Hamilton (1987) redovisar ytterligare empiriska resultat som stöder denna tes. Han visar hur den monetära åtstramningen åtföljdes av en oförväntad deflation, som fick utdragna negativa effekter genom förslagsvis Bernankes finansiella transmissionsmekanism.

En fråga av kanske större allmänt intresse är vilken roll den finansiella sektorn spelar i den monetära transmissionsmekanismen under mera normala ekonomiska förhållanden. Hur viktig är den så kallade "kreditkanalen" för de slutliga realekonomiska effekterna av den förda penningpolitiken? Ett flertal amerikanska studier finner att en monetär åtstramning

vanligen åtföljs efter ett tag av en minskad bankutlåning. Studier som visar detta har gjorts av bland annat Nakamura (1988), Romer och Romer (1990), Kashyap och Stein (1992), och Bernanke och Blinder (1992). Bernanke och Blinder använder sig av diskontoräntan som en indikator på hur stram penningpolitiken är. Deras studie visar hur en ränteökning leder till en minskad bankinlåning, vilken bankerna först bemöter genom att dra ned på sina värdepappersinnehav. Efter sex till nio månader återställer bankerna sina värdepappersinnehav och minskar istället på utlåningssidan. Denna portföljförändring sammanfaller med en ökning av arbetslösheten. Bernanke och Blinder tolkar detta resultat, som ett tecken på att kreditkanalen är en viktig del av den monetära transmissionsmekanismen. En stram penningpolitik minskar bankernas utlåningskapacitet, vilken i sin tur har en negativ effekt på ekonomins efterfrågesida.

Det finns åtminstone två möjliga invändningar till Bernanke och Blinders (1992) resonemang. Först och främst är det inte klart hurvida den minskade bankutlåningen är resultatet av en bindande utbudsbegränsning enligt deras syn eller om den mindre bankutlåningen avspeglar en allmän lägre kreditefterfrågan. Kashyap, Stein och Wilcox (1993) föreslår ett intressant sätt att närmare studera denna fråga. Deras argument är att om bindande utbudsbegränsningar föreligger inom banksystemet, så borde man kunna observera att låntagarna söker sig till andra former av krediter. Om å andra sidan den lägre bankutlåningen beror på en minskad allmän kreditefterfrågan, så borde denna trend också gälla dessa andra typer av krediter. I det empiriska arbetet studerar författarna nyemissioner av värdepapper. Deras resultat är att sådana nyemissioner ökar kraftigt då penningpolitiken stramas åt, vilket tolkas som ett stöd för att kreditkanalen är en viktig del av den monetära transmissionsmekanismen.

En annan kritik av den påstådda betydelsen av kreditkanalen är att penningmängden ensamt är vanligen den bästa förklaringsvariabeln för att prognosticera den reala ekonomins utveckling. Detta argument framförs bland annat av King (1986), Romer och Romer (1990), och Ramey (1993). Det är visserligen sant att det finns finansiella variabler som kan ha ett visst förklaringsvärde i sådana regressionsanalyser, men detta förklaringsvärde praktiskt taget försvinner när lämpliga mått av penningmängden introduceras. Motargumentet till denna synbart obetydliga roll av kreditkanalen är att de skattade ekvationerna endast visar statistiska samband och inte hur de kausala sambanden verkar. Bernanke (1993) diskuterar hur penningmängden kan vara en utmärkt prognosvariabel för den reala verksamheten även om kreditkanalen är den enda verksamma monetära transmissionsmekanismen. Hela den realekonomiska effekten skulle då nämligen tillskrivas penningmängdsvariationer, eftersom dessa äger tidsmässigt rum före förändringarna i de finansiella variablerna. Det är följaktligen felaktigt att dra kausala slutsatser från variabelers förklaringsvärden i ekvationer av så kallad reducerad form, dvs. ekvationer som inte identifierar strukturella samband. (Denna varning har tidigare framförts av Tobin (1970).)

## 8.2 Företagsperspektivet

Empiriska studier har också gjorts för att verifiera teoribildningens mikroekonomiska implikationer. En central slutsats från modellerna med asymmetrisk information är att externt kapital är mera kostsamt för företag jämfört med internt genererade medel. Kostnaden för externt kapital varierar i sin tur negativt med storleken på företagets egna tillgångar. Ett väletablerat företag med betydande eget kapital är associerat med mindre informationskostnader jämfört med ett relativt nystartat företag utan någon större kapitalbas. Fazzari, Hubbard och Petersen (1988) presenterar övertygande empiriskt bevis på detta genom att analysera amerikansk företagsdata. Den högre kostnaden av externt kapital visar sig i form av att företagens investeringsvolym är positivt beroende av storleken på deras kassaflöden. För givna investeringsmöjligheter så är det företag med bättre tillgång till egna medel som uppvisar mer omfattande investeringar. Författarna demonstrerar också hur detta beroende är större för snabbt växande företag utan redovisade aktieutdelningar jämfört med mera väletablerade företag med redovisade aktieutdelningar. Enligt teorin så ska kostnaden för externt kapital vara lägre för de senare företagen, dvs. betydelsen av egna kassaflöden ska vara mindre för dem.

Ett flertal senare studier har bekräftat det positiva sambandet mellan företagets tillgång till internt genererade medel och deras investeringsbenägenhet, se till exempel Fazzari och Athey (1987), Whited (1992) och Hubbard och Kashyap (1992). Liknande resultat har också erhållits på basis av datamängder från andra länder såsom Storbritannien (Devereux och Schiantarelli (1990)) och Kanada (Schaller (1993)). Förutom skillnader i investeringsbenägenhet så förutspår teoribildningen att företagets finansieringssituation ska också påverka deras beslut på en rad andra områden. Empiriska undersökningar som stödjer teorins implikationer har gjorts beträffande antalet anställda (Cantor (1990), Sharpe (1993)), lagerinvesteringar (Milne (1991), Sharpe (1993)) och utgifter för forskning och utveckling (Himmelberg och Petersen (1992)).

Gertler och Gilchrist (1993, 1994) undersöker hur olika företag påverkas av den minskade bankutlåningen efter en monetär åtstramning, som diskuterades i föregående avsnitt. De finner att småföretagens banklån minskar kraftigt efter en sådan monetär åtstramning, medan bankutlåningen till de större företagen faktiskt ökar. Dessutom är det huvudsakligen storföretagen som är representerade i den ovannämnda ökade nyemissionen av värdepapper. Slutsatsen är följaktligen att storföretagen kan överbygga en monetär åtstramning med deras bättre tillgång till krediter, medan småföretagens minskade likviditet försvårar deras anpassning. Gertler och Gilchrists studie visar därför hur både småföretagens lagerinvesteringar och framtida försäljning uppvisar en avsevärt sämre utveckling efter en monetär åtstramning jämfört med de större företagen. Oliner och Rudebusch (1992) finner att detsamma gäller för småföretagens kapitalinvesteringar, vilka också minskar kraftigare efter en monetär åtstramning.

Gertler och Gilchrist förklarar varför företagsstorleken i dessa studier ska ses som en indikator på företagets tillgång till externt kapital. Mindre företag har i allmänhet en svagare tillgångssida i deras balansräkning, vilket ökar de negativa effekterna av asymmetrisk information. De relativt mindre banklånen som beviljas till dessa företag är också förenade med skalnackdelar. Bankens kostnad för att inhämta information om ett småföretag blir högre per lånekrona jämfört med ett större banklån till ett storföretag. Dessutom är den förväntade ekonomiska livslängden av ett småföretag kortare än motsvarande genomsnitt för ett större företag. Detta innebär att det kapitaliserade värdet av bankens kundförhållande med ett småföretag är mindre jämfört med ett storföretag. Tagna tillsammans förklarar dessa faktorer varför det är naturligt för bankerna att först minska utlåningen till de mindre företagen.

Ytterligare en belysning av samspelet mellan företagets investeringar och deras tillgång till externt kapital är studien av Hoshi, Kashyap och Scharfstein (1991). De undersöker japansk företagsdata för att se huruvida ett företags finansieringsmöjligheter påverkas av ett medlemskap i en av landets industriella grupper ("keiretsu"). Medlemskap i en sådan grupp innebär att företaget står i nära kontakt med gruppens egen bank. Enligt teorin om asymmetrisk information så borde ett sådant förhållande kunna minska informationskostnaderna och därigenom göra externt kapital mera lättillgängligt för företaget. Med andra ord så skulle man förvänta sig att företagets investeringar är mindre beroende av interna kassaflöden jämfört med andra företag som inte tillhör en industriell grupp. Den empiriska undersökningen bekräftar också att så är fallet.

Teorin kring de finansiella och reala sambanden borde naturligtvis gälla hushållens beteende såväl som företagens. Bristen på empiriska studier av hushållssektorn har dock att göra med knappheten på relevanta datamängder. En klassisk artikel på området är emellertid Mishkins (1978) studie av de amerikanska hushållen under den stora depressionen. Han drar slutsatsen att försvagningar i hushållens balansräkningar hade betydande negativa effekter på den privata konsumtionsnivån.

### 8.3 Bankperspektivet

Teoribildningen kring asymmetrisk information i finansiella marknader påvisar hur finansiella intermediärer såsom bankerna spelar en viktig roll för den reala ekonomins funktionsförmåga. Ekonomiska forskare har därför försökt finna kvalitativa och kvantitativa indikationer på banksystemets betydelse.

Det är ett välkänt faktum att de mindre företagen i ekonomin är starkt beroende av krediter från närbelägna banker. Formella studier av dess relationer har gjorts av Elliehausen och Wolken (1990) och Petersen och Rajan (1992). Bankernas verksamhet gynnar emellertid även de större företagen. Empiriska studier av James (1987) och Lummer och McConnell (1989) visar hur nyheten om ett beviljat banklån leder till en högre aktie-

kurs för det berörda företaget. Den föreslagna tolkningen av detta är att banken har grundat sitt beslut på unik information, som inte är direkt tillgänglig till andra kapitalplaceringar. Ett godkännande från banken, dvs. ett beviljat banklån, signalerar därför goda nyheter om företagets framtidsutsikter.

De positiva effekterna av banksystemet har en motsvarande negativ sida när banksystemet inte fungerar så bra. Slovin, Sushka och Polonchek (1993) undersöker effekterna på låntagarna hos Continental Bank i USA, när denna bank nyligen hade stora problem. Författarna visar hur aktiekurserna för bankens låntagare faktiskt svängde tillsammans med bankens egen aktiekurs. Slutsatsen som dras av detta är att företagens existerande bankrelation representerar ett värde i sig och det är inte möjligt för företagen att kostnadsfritt byta bank. Det slutliga beslutet av de amerikanska myndigheterna att rädda Continental Bank blev därför en god nyhet inte bara för bankens ägare men också för bankens låntagare, vilket visade sig i form av kraftigt stigande aktiekurser för dessa företag.

Ett exempel på en makroekonomisk situation då banksystemet inte tillåts fungera är fallet då bankerna pålägs kreditbegränsningar. Schreft (1990) studerar en sådan kreditbegränsning i USA under 1980. I mars månad det året ålades bankerna ett tak för framtida krediter och reservkraven höjdes också för nya banklån. Resultatet blev att bankutlåningens tillväxttakt sjönk från omkring 15–20 % till bara 2.5 % i mars och faktiskt en negativ tillväxt i april av 5 % (på en årsbasis). Denna kreditåstramning har av många bedömare setts som en viktig förklaringsfaktor för det åtföljande kraftiga fallet i nationalprodukten. Kreditkontrollerna slopades i juli samma år och den ekonomiska tillväxten tog fart på nytt.

Den beskrivna betydelsen av banksystemet förklarar naturligtvis varför statsmakterna är intresserade av att skydda denna verksamhet. Skydds nätet kan dock i sin tur nedsätta bankernas funktionsförmåga. Boyd och Gertler (1993) redovisar de negativa effekterna av den förda bankpolitiken i USA, vilken praktiskt taget inte tillåter stora banker att gå omkull ("too big to fail"). De finner att de större bankerna i USA har varit väsentligt mindre lönsamma än de mindre och medelstora bankerna under 1980-talet. Orsaken till detta är att de större bankerna valde en större riskexponering på både tillgångssidan och skuldsidan av deras balansräkning. Den ekonomiska nedgången med bland annat fallande fastighetspriser drabbade därför de större bankerna hårdare. Boyd och Gertlers argument är att denna investeringsfilosofi var en medveten satsning av storbankerna, eftersom de förväntade sig statligt stöd om det gick alltför illa. En ytterligare indikation på detta anses vara att dessa banker valde en mindre procentuell andel eget kapital jämfört med mindre och medelstora banker.

Bankkrisen i USA ledde till en "capital crunch", dvs. bankförlusterna minskade bankernas eget kapital vilket i sin tur begränsade deras utlåningsförmåga. Givet Boyd och Gertlers resultat att storbankerna uppvisade de största förlusterna, så är det naturligt att Furlong (1991) och Peek och Rosengren (1992) finner att det var just storbankerna som uppvisade en större kreditåstramning. Andra empiriska studier av sambandet mel-

lan utvecklingen av bankernas egna kapital och deras utlåning har gjorts av Bernanke och Lown (1991), Johnson (1991) och Samolyk (1991).

Problemet med "capital crunch" kan direkt förstås från teorin om asymmetrisk information. Av samma anledning som företag finner externt kapital dyrare än internt genererade medel, så är det kostsamt för bankerna att uppbringa nytt eget kapital. Det borde till och med vara ännu kostsammare för en bank, eftersom bankens tillgångar utgörs av banklån vilka har sökts av låntagare just på grund av informationsproblem. Svårigheten för externa kapitalplaceringar att värdera bankens tillgångar kan då leda till en situation där det är i de nuvarande ägarnas intresse att avvakta med en refinansiering, dvs. möjligheten för "capital crunch" uppstår.

Bernanke och James (1991) argumenterar att det samhälleliga värdet av ett välfungerande banksystem kan bäst förstås genom att studera den stora depressionen. Deras datamängd inkluderar 11 länder med avsevärda bankstörningar och 13 länder med mindre allvarliga bankproblem. I den empiriska studien kontrolleras för ländernas makroekonomiska situation och den förda penningpolitiken. Det visar sig då att länderna med allvarliga bankstörningar också upplevde större produktionsbortfall än länderna med mindre allvarliga bankproblem. Författarna drar slutsatsen att en av statsmakternas viktigaste uppgifter i en ekonomisk nedgång är att värna om det nationella banksystemet.

## 9 Diskussion av den svenska finansiella krisen

### 9.1 Vad orsakade krisen?

**Teoribildningen kring statliga insättargarantier beskriver ekonomiska krafter som med stor sannolikhet har varit verksamma i upprinnelsen till den svenska finansiella krisen.**

Den finansiella krisen utlöstes av de stora kreditförlusterna på fastighetsrelaterade lån, speciellt belåning av kommersiella fastigheter. En allmän uppfattning är därför att förklaringen till den finansiella krisen måste sökas i fastighetsmarknaden själv. Ekonomiska bedömare har föreslagit en rad antal orsaker till det stora prisfallet på fastigheter. Merparten av dessa inbegriper fundamentala orsakssamband, där prisutvecklingen har att göra med förändringar i den förda ekonomiska politiken. Ytterligare en möjlighet som har diskuterats är förekomsten av en "spekulativa bubbla", vilken bildligt talat säger att prisfallet var en bubbla som plötsligt sprack. Ordet "bubbla" innebär här att den tidigare prisuppgången under 1980-talet inte skulle ha varit förankrad i den underliggande reala ekonomin. De stigande priserna skulle istället ha enbart baserats på förväntningar om ytterligare prisstegringar. Med andra ord skulle en investerare vara villig att köpa en fastighet till ett pris som överstiger det sanna ekonomiska värdet (enligt exempelvis beräknade framtida hyresintäkter), så länge som denne investerare förväntar sig att kunna sälja fastigheten till ett ännu orimligare pris i framtiden.

Andra alternativa förklaringar till prisutvecklingen på fastigheter förlitar sig som sagt på fundamentala orsakssamband. I centrum för dessa resonemang står de omfattande förändringarna av den ekonomiska politiken under 1980-talet.<sup>6</sup> Det gäller främst skattereformerna, avregleringen av den finansiella sektorn och omläggningen av penning- och valutapolitiken i syfte att förvandla den svenska kronan till en "hårdvaluta". Ett vanligt förekommande argument är att den avreglerade finansmarknaden bidrog till de kraftigt stigande fastighetspriserna under åren just före krisen. Lättillgängliga krediter anses då ha gjort det möjligt för större grupper i samhället att utnyttja skattefördelarna med lånefinansiering i ett läge med hög inflation och låg realränta. Dessa lönsamhetskalkyler försämrades emellertid avsevärt när åtstramningen av penningpolitiken kraftigt

<sup>6</sup> En genomgång av möjliga orsaker till det stora fallet i fastighetspriserna återfinns i 1993 års rapport från SNS Konjunkturråd (se Eklund m.fl. (1993)).

reducerade inflationstakten, medan realräntan däremot steg. Bostadsågan-  
det blev dessutom mindre förmånligt, när de sänkta marginalsatserna  
minskade värdet av avdragsrätten. Dessa förändringar i den ekonomiska  
politiken skulle därför kunna förklara åtminstone en del av priset på  
egna hem. Beträffande kommersiella fastigheter så har troligen skattereform-  
erna och omläggningen av penningpolitiken också bidragit till priset.  
En ännu viktigare förklaringsfaktor är kanske dock de snedvridna mark-  
nadskrafterna som är förknippade med statliga insättargarantier.

Statliga insättargarantier är naturligtvis välmenade med avsikten att  
skydda samhällsekonomin från plötsliga panikuttag, vilka annars skulle  
kunna leda till en total finansiell kollaps. Den genomgående teoribildningen  
beskriver dock hur dessa garantier i sig själva utgör en marknadsstörning i  
den privata marknadsekonomin. De försäkrade bankerna får till den risk-  
fria räntan tillgång till ett sparandekapital, där insättarna är fullständigt  
ointresserade av den förda utlåningspolitiken. Med andra ord kommer  
insättarna inte att utöva något ägaransvar för detta kapital. Vad som än  
händer kan insättarna räkna med att få tillbaka sitt sparande antingen från  
bankerna själva eller från staten. Ekonomisk teori visar hur det i en sådan  
situation ligger i bankägarnas intresse att välja en högre riskexponering än  
vad som annars skulle vara fallet. Detta finansiella beteende kan i sin tur  
förklara hur nybyggnationen av fastigheter i en ekonomisk uppgång blir  
alltför stort sett ur ett samhällsekonomiskt perspektiv. Bankernas frikostiga  
utlåningspolitik innefattar nämligen en hög belåningsgrad på beviljade  
låneprojekt. Ju högre belåningsgraden är desto villigare blir fastighetsent-  
reprenörerna att ta risker i form av bland annat mer omfattande projekt.  
Den större fastighetsstocken får sedan effekten att fastigheterna med en  
gång har blivit en mera riskfylld investering. Det större fastighetsutbudet  
innebär nämligen att priserna måste falla desto djupare i en ekonomisk  
nedgång jämfört med ett mindre fastighetsbestånd.

Det beskrivna orsakssambandet ifrågasätter det gängsne synsättet att  
orsaken till den finansiella krisen ska sökas i fastighetsmarknaden. Reso-  
nemanget demonstrerar istället hur överdrivna nybyggnationer och kraftiga  
prissvängningar kan uppstå i en välfungerande fastighetsmarknad utan  
”spekulativa bubblor” eller oförväntade förändringar i den förda ekono-  
miska politiken. Det är nämligen fullt möjligt att sådana felaktiga investe-  
ringar och prisfluktuationer kan vara följden av snedvridna incitament i  
banksystemet. I centrum för hela händelseförloppet ställs då avregleringen  
av den finansiella sektorn. Förespråkare för den fria marknadsekonomin  
skulle emellertid argumentera att problemet var inte själva avregleringen  
utan snarare att avregleringen inte gick tillräckligt långt. Enligt detta  
synsätt skulle en konsekvent avreglering också inneburit ett slopande av de  
statliga insättargarantierna. Dessa garantier var visserligen inte explicit  
formulerade, men deras implicita existens måste sägas ha varit uppenbar  
för den breda allmänheten. Argumentet skulle då vara att garantiernas  
borttagande skulle också ha eliminerat de snedvridna marknadskrafterna,  
vilka ledde till den alltför höga riskexponeringen.

Som redogjort för ovan så finns det dock också starka skäl för att behålla statliga insättargarantier. De samhällsekonomiska kostnaderna förknippade med en total finansiell kollaps till följd av insättarnas panikuttag är utan tvivlan mycket stora. Det är emellertid lika viktigt att förstå att statliga insättargarantier nödvändiggör ytterligare något inslag av statliga ingrepp. Det går alltså inte att argumentera för både statliga insättargarantier och en annars helt avreglerad finanssektor. De statliga garantierna utgör nämligen i sig en marknadsstörning som måste balanseras med hjälp av en annan marknadsstörning och då troligen i form av en statlig reglering. Nedan förs resonemanget att denna statliga reglering bör undvika all detaljstyrning av den finansiella sektorns verksamhet. Den generella reglering som förespråkas är istället ett reformerat kapitaltäckningskrav, som lämnar största möjliga handlingsfrihet åt de berörda institutionerna.

Det kommer förmodligen aldrig att nås någon enighet om vad som i grunden orsakade den svenska finansiella krisen. Händelseförloppet är komplicerat med ett stort antal samverkande faktorer. Det är dock högst sannolikt att den beskrivna bristen på ägaransvar för ett stort sparandekapital till följd av statliga insättargarantier spelade en viktig roll. Problemet med dessa garantier låg redan latent i den tidigare hårt reglerade finansiella sektorn. Avregleringen kan sägas ha frisläppt den snedvridna incitamentsstrukturen. Liknande resonemang har använts som en bidragande förklaring till den omfattande amerikanska krisen i "savings & loan" (se Kane (1989) och White (1991)). Vissa ekonomiska bedömare är emellertid skeptiska till denna tolkning av den svenska krisen och anser att problemet här snarare var mänskligt oförstånd. Ett tecken på detta sägs vara att de största problemen uppstod i sparbankerna och statsägda Nordbanken. Dessa institutioner saknar ett privat ägarintresse, som skulle direkt gynnas om den höga riskexponeringen leder till stora bankvinster. Detta argument bortser emellertid från de berörda bankledningarnas prestige och tillfredsställelse från att kraftigt expandera sin verksamhet och tillskansa sig allt större marknadsandelar. Det är till och med möjligt att de snedvridna incitamenten är ännu större i dessa relativt ägarlösa institutioner. I vilket fall som helst så måste det anses vara allmänt vedertaget att ägaransvaret intar en central roll i en välfungerande marknadsekonomi. Det faktum att statliga insättargarantier eliminerar detta ägaransvar för en betydande del av ekonomins sparandekapital utgör uppenbart ett allvarligt problem för den samhällsekonomiska effektiviteten.

## 9.2 Teorins implikationer för krishantering

**Rekapitaliseringen av banksystemet måste ske på samhällets villkor. Ägaransvar ska utkrävas för gjorda förluster. Det är av yttersta vikt att räntemarginaler inte ökas i syfte att gottgöra för lidna förluster.**

Förutom att försöka klarlägga orsakerna till den finansiella krisen, så är det naturligtvis också viktigt att se vad den ekonomiska teorin har att säga om själva krishantering. De beskrivna makroekonomiska modellerna

med reala och finansiella samband gör det klart att en störning till den finansiella sektorn kan få betydande realekonomiska konsekvenser. En nedsatt funktionsförmåga i det finansiella systemet tenderar att reducera både ekonomins nuvarande aktivitet och dess framtida potential till följd av lägre investeringar. Denna slutsats av analysen står helt i samklang med statsmakternas högt satta prioritet att återställa det svenska banksystemets funktionsförmåga. Det mest omedelbara problemet i en krissituation gäller då rekapitaliseringen av bankerna. Den ekonomiska teorin kan användas för att diskutera vad som är ett lämpligt tillvägagångssätt för att bäst uppnå denna målsättning.

Den genomgångna teoribildningen beskriver hur asymmetrisk information gör det kostsamt för företag att finansiera sin verksamhet med externt kapital jämfört med internt genererade medel. Det förda resonemanget kan också tillämpas på banksystemets egna finansieringssituation. Bankernas roll som kreditförmedlare innebär att deras tillgångssida är synnerligen svår att utvärdera för utomstående kapitalplacereare. Den asymmetriska information som föreligger beträffande de enskilda låntagarnas situation överförs till bankernas balansräkning genom de beviljade lånen. Följaktligen kan bankerna själva få problem med att uppbbringa nytt eget kapital.

Problemet med rekapitaliseringen av det svenska banksystemet kan förstås mot denna bakgrund. Först och främst är det viktigt att se hur de privata och samhällsekonomiska intressena inte behöver vara desamma. Det är nämligen fullt möjligt att det är i bankägarnas intresse att avvakta med rekapitaliseringen i ett läge med onormalt stor ekonomisk osäkerhet. I en sådan situation då kapitalmarknaden har svårt att bedöma framtidsutsikterna för enskilda banker (och kanske även för banksystemet som helhet), så uppstår problemet att priset på nyemitterade bankaktier återspeglar ett genomsnittligt förväntat värde. Banker som tror sig ha privat information om att deras utvecklingsmöjligheter är bättre än detta marknadsvärde föredrar att avstå från en nyemission. En nyemission skulle nämligen resultera i en förlust för de nuvarande aktieägarna, då den alltför låga emissionskursen innebär att en del av bankens sanna värde överförs till de nya ägarna utan någon kompensation till de gamla ägarna. Banker med sämre framtidsutsikter skulle däremot vilja genomföra en nyemission till ett sådant genomsnittligt marknadsvärde. Under dessa förhållanden kan det därför inträffa att kapitalmarknaden tolkar ett tillkännagivande om en nyemission som dåliga snarare än goda nyheter för den aktuella bankens framtida lönsamhet. En sådan förväntningsbildning kan då leda till att samtliga banker avvaktar med rekapitaliseringen.

Privatekonomiska överväganden som resulterar i en fördröjning av banksystemets rekapitalisering står i strid med det samhällsekonomiska intresset. Det alltför låga egna kapitalet begränsar banksystemets utlåningskapacitet ("capital crunch"). Resultatet blir att företag med lönsamma investeringar inte längre kan erhålla bankkrediter. Varje sådan inställd eller fördröjd företagsinvestering utgör en samhällsekonomisk förlust. Det är därför förstärkt angelägenheten att återställa banksystemets utlåningskapacitet. Statliga åtgärder ämnade att påskynda den nödvändiga

rekapitaliseringen av banksystemet kan emellertid påverka samhällets förmögenhetsfördelning. Om detta är fallet så måste man inte bara utvärdera de fördelningspolitiska implikationerna, men också vilka effekterna är på kreditmarknadens framtida funktionssätt.

De fördelningspolitiska implikationerna utgör en politisk fråga, som naturligtvis bör avgöras av politikerna själva. Problemet är dock att fördelningseffekterna av statliga ingripanden normalt inte kan isoleras från effektivitetsaspekterna. Ett bra exempel på detta är inkomstbeskattningen. De beslutna skatteskalorna påverkar både samhällets inkomstfördelning och hur effektivt ekonomins arbetskraft utnyttjas. De snedvridande effekterna av höga marginalsatser är ett välkänt faktum, som de flesta medborgarna har konfronterats med. Liknande effektivitetsfrågor uppstår beträffande samhällets sanering av banksystemet. Om de statliga ingripandena utformas så att de nuvarande bankägarna berikas på skattebetalarnas bekostnad, så kommer detta att få effekter på kreditmarknadens framtida funktionssätt. Ett sådant utfall skapar nämligen förväntningar om hur framtida finansiella kriser kommer att hanteras. Varje tecken på att aktieägarna skyddas förvärrar problemet med investeringsincitamenten som diskuterades i avsnitt 7.2. Å andra sidan så kan det motsatta argumentet anföras varför de nuvarande aktieägarna inte får direkt missgynnas av de statliga åtgärderna. Om bankers aktiekapital felaktigt förklaras vara förverkat, så försvårar detta banksystemets rekapitalisering. Kapitalplaceringarna kräver då kompensation för risken av framtida statliga övertaganden. Ett sådant högre kompensationskrav är detsamma som ett högre räntabilitetskrav på bankernas utlåning. Detta i sin tur minskar bankverksamhetens omfattning och samhällsekonomiska förluster blir följden.

En central princip för saneringen av banksystemet måste vara att ett strikt ägaransvar utkrävs av de nuvarande ägarna. Gjorda förluster ska först och främst drabba aktieägarna. Denna princip är lättast att tillämpa när en banks förluster är så stora att det egna kapitalet har fullständigt förbrukats. De gamla aktieägarna ska då rätteligen förklaras ha förlorat sitt kapital och banken måste omorganiseras. Statens uppgift blir att avlasta tillräckligt många dåliga lån från banken eller tillföra nytt kapital, så att dess nuvärde återigen blir positivt. Banken bör sedan skyndsamt återförsäljas till den privata sektorn. Situationen blir mera problematisk när en banks eget kapital inte har fullständigt förbrukats, men kapitalet är emellertid otillräckligt för att uppfylla det lagstadgade kapitaltäckningskravet. Som diskuterats ovan så kan det i en sådan situation te sig dyrbart för banken att uppbringa nytt eget kapital och det är naturligt för bankledningen att be om statliga stödåtgärder.

I princip bör statliga stödåtgärder inte tillgripas, så länge som de gamla aktieägarna kvarstår som bankens ägare. Äganderättens enda berättigande är nämligen bankens nuvärde. Om detta nuvärde är positivt så borde en nyemission vara möjlig. Som nämnts ovan så kan förekomsten av asymmetrisk information leda till att en nyemission är förknippad med en undervärdering av bankens sanna ekonomiska värde, vilket då resulterar i en förlust för de gamla aktieägarna. Sådana förluster är emellertid

oundvikliga och statliga ingripanden bör inte syfta till att skydda den existerande ägandestrukturen. Det är istället viktigt att låta kapitalmarknaden avgöra vad bankens marknadsvärde är. Om det visar sig att det inte existerar någon emissionskurs till vilken nytt eget kapital kan uppbringas, så blir slutsatsen att marknadskrafterna tillskriver banken ett negativt nuvärde. Trots ett bokföringsmässigt positivt eget kapital, så bör en sådan bank anses ha förbrukat sitt aktiekapital. Med andra ord måste den bokföringsmässiga behandlingen av bankens verksamhet bringas i samklang med de ekonomiska realiteterna.

Distinktionen mellan bankens bokföringsmässiga värde och dess marknadsvärde är mycket viktig och det måste vara det senare som avgör huruvida staten förklarar en banks aktiekapital vara förbrukat. Nästa fråga blir hur staten ska hantera en bank vars aktiekapital har gått förlorat. Av effektivitetsskäl är det önskvärt att banken återförs i privat ägo så fort som möjligt. Detta kan naturligtvis endast ske efter att bankens nuvärde har återställts till en positiv nivå. Ett vanligt förslaget tillvägagångssätt är att avskilja bankens dåliga lån och placera dessa i en separat institution. Den återstående bankenheten kan sedan återförsäljas till den privata sektorn. En invändning mot detta alternativ är dock att banken själv är troligen den bästa förvaltaren av dessa dåliga lån. Banken har ursprungligen beviljat dessa lån och bör ha den bästa kännedomen om de individuella låntagarna. En bättre lösning torde därför vara att de dåliga lånen kvarstår hos banken. Ett positivt nuvärde kan fortfarande uppnås genom ett statligt kapitaltillskott. Kapitaltillskottet kan sägas representera statens ersättning för en tjänst från det privata näringslivet, vilken är att de nya ägarna övertar och förvaltar de dåliga lånen. Beträffande kapitaltillskottets storlek så är det endast viktigt att detta sätts tillräckligt högt för att garantera ett positivt nuvärde för banken. Det föreligger inget problem med ett alltför stort kapitaltillskott, eftersom kapitalmarknaden kommer då att återbetala staten genom en högre aktiekurs vid utförsäljningen av banken.

Ett argument för att splittra en svag bank i en dålig och god enhet skulle kunna vara att privatiseringen underlättas genom en bättre informationsöverföring. Enligt detta synsätt skulle avstyckningen av dåliga lån från banken tjäna som en signal till kapitalmarknaden att den återstående verksamheten har ett positivt nuvärde. Invändningen mot ett sådant resonemang är att informationsöverföringen borde kunna uppnås på andra vägar. Staten skulle kunna tillsätta en panel av oberoende finanse experter med uppgift att utvärdera bankens balansräkning och föreslå hur stort det statliga kapitaltillskottet ska vara. I vilket fall som helst så bör det eftersträvade slutmålet vara att hela bankens verksamhet (dåliga och goda lån) återförs till privat förvaltning. Fördelen med det senare tillvägagångssättet är återigen att den ursprungliga bankens expertis avseende ingångna lån utnyttjas, medan en uppsplittring av banken istället medför att de dåliga lånen överförs till en ny institution utan denna detaljkännedom.

Ett annat statligt ingripande som förespråkas är olika former av statliga krediter eller garantier till de konkurshotade bankerna. Sådana krediter utgör emellertid direkta subventioner till de gamla aktieägarna, så länge

som motsvarande lånearrangemang inte kan erhållas från den privata kapitalmarknaden. Löften om framtida återbetalningar av statliga krediter förändrar inte deras karaktär av statliga subventioner. Den ekonomiska realiteten är att de nuvarande ägarna erbjuds en andra chans att göra vinster vid en eventuell ekonomisk uppgång. Om banken trots detta slutligen går i konkurs, så är de gamla ägarnas förlust fortfarande begränsad till deras ursprungliga aktiekapital. Sådana subventioner till aktieägarna är naturligtvis inte förenliga med den grundläggande principen att ett strikt ägaransvar ska utkrävas. Konsekvensen av denna princip är istället att banker som misslyckas med den privata rekapitaliseringen ska anses ha förverkat sitt aktiekapital. Det faktum att banken då övergår i statlig ägo tycks ha avskräckt många ekonomiska bedömare från att föreskriva denna lösning. Besväret med den framtida privatiseringen av banken måste emellertid avvägas mot de felaktiga framtida incitamentseffekterna, som uppstår när den existerande ägandestrukturen skyddas. Den fortsatta debatten på detta område skulle underlättas om man försökte skatta subventionsvärdet av olika statliga ingripanden.

En annan aspekt av den finansiella krisen är hur denna påverkar konkurrenssituationen på kreditmarknaden. Den svenska bankmarknaden domineras av ett fåtal stora aktörer. Detta innebär naturligtvis att samhället måste ständigt försäkra sig om att inga oligopolvinster genereras, eftersom sådana vinster skulle vara förenade med samhällsekonomiska förluster. Risker för konkurrensbegränsningar i denna marknad torde nu också vara större när det råder en finansiell kris. Först och främst är bankerna själva intresserade av att återvinna tidigare förluster genom att höja räntemarginalerna. Övervakande myndigheter kan dessutom befaras vara mer toleranta till högre marginaler för att påskynda rekapitaliseringen av banksystemet. Det är emellertid av yttersta vikt att sådana oligopol-tendenser stävjas för att inte åsamka samhället ytterligare kostnader. Högre utlåningsräntor innebär att samhällsekonomiskt lönsamma investeringar inte kan finansieras genom banksystemet. Det är därför uteslutet att i denna bemärkelse använda bankernas "goda intjäningsförmåga" för att lösa bankernas kapitalproblem. Rekapitaliseringen måste ske genom tillskott av nytt eget kapital, vilket kan inkludera outdelade normala vinster men absolut inte oligopolvinster. Återigen gäller principen om ett strikt ägaransvar, dvs. gjorda förluster ska belasta de gamla aktieägarna.

Övervakningen av konkurrensläget inom banksektorn underlättas genom att urskilja vilka bankkunder som är mest utsatta för eventuella oligopol-tendenser. Det avgörande kriteriet är huruvida olika bankkunder har tillgång till alternativa sparandeformer respektive finansieringskällor. Det stora utbudet av sparandeformer i ekonomin innebär att bankerna har relativt begränsade möjligheter att sänka inlåningsräntorna. Konkurrensbegränsningar i syfte att generera oligopolvinster kan därför förväntas beröra bankernas utlåningssida. Enligt teorin om asymmetrisk information ska det då vara småföretagen, som är mest utsatta för sådana oligopol-tendenser. Deras tillgång till annat externt kapital är mer begränsat än storföretagen, som exempelvis kan vända sig till värdepappersmarknaden. Detta innebär att en höjning av utlåningsräntorna till småföretagen jäm-

fört med storföretagen kan vara ett tecken på minskad konkurrens mellan bankerna i syfte att generera oligopolvinster. Det är dock värt att notera att ingen entydig slutsats kan dras enbart på basis av en sådan observation. Teorin förutsäger nämligen också att de negativa effekterna av asymmetrisk information ökar i en ekonomisk nedgång, vilket skulle då leda till högre kreditkostnader förknippade med lån till just småföretagen. Med andra ord så behöver den övervakande myndigheten kontrollera för faktorer, som minskar småföretagens kreditvärdighet relativt till storföretagen. Trots detta och andra problem med att upptäcka och stävja konkurrensbegränsningar, så blir det i nuläget en alltmer viktig samhällsangelägenhet att räntemarginalerna avspeglar en framåtblickande kostnads- och intäktsanalys av lånsökarnas föreslagna investeringsprojekt. Att höja räntemarginalerna för att finansiera gjorda kreditförluster är samhällsekonomiskt oacceptabelt.

Sammanfattningsvis kan den finansiella krisen liknas vid en gisslansituation, där den reala ekonomin är den finansiella sektorns gisslan. Den reala ekonomin är beroende av en välfungerande finansiell sektor. Det gäller inte bara den inhemska kreditgivningen men också den finansiella kontakten med omvärlden genom handelskrediter och andra internationella kapitalflöden. När banksystemet plötsligt förlorar en betydande del av sitt eget kapital, så är det möjligt att deras privatekonomiska överväganden avviker från samhällsintresset. Som diskuterats ovan så kan det vara i aktieägarnas bästa intresse att avvakta med en nyemission i en situation med onormalt stor ekonomisk osäkerhet. Samhället å andra sidan föredrar att omedelbart se en rekapitalisering av banksystemet för att upprätthålla bankverksamheten på en normal nivå. Förekomsten av samhällsekonomiska vinster förknippade med en fortgående kreditgivning gör då att bankerna kan förhandla med samhället för olika typer av eftergifter. Statliga stödåtgärder som visar sig gynna aktieägarna i dessa banker är emellertid skadliga för samhällsekonomin av en rad olika skäl. Varje gång som ägarna inte hålls ansvariga för gjorda förluster, så snedvrids de framtida incitamenten i den finansiella sektorn. En annan effekt är att konkurrenssituationen mellan olika banker påverkas av selektiva stödåtgärder. Framgångsrika banker kan finna sina konkurrenter stärkta av statliga subventioner. Utloandet av statliga stödåtgärder försvårar också den privata rekapitaliseringen av banksystemet. Till och med livsdugliga banker drar sig för att uppbringa nytt eget kapital från den privata kapitalmarknaden, om det finns framtida möjligheter att erhålla statligt stöd. Det bästa sättet för att undvika all denna osäkerhet och skapa en riktig incitamentsstruktur i den finansiella sektorn är som sagt att utkräva ett strikt ägaransvar.

### 9.3 Framtidsperspektiv

**Eget kapital (kapitaltäckningskrav) förblir den bästa garanten för en effektiv resursallokering i finansiella marknader. Allmänheten måste erhålla sanningsenlig information om risktagandet som är förknippat med alterna-**

**tiva sparformer. Ökad mångfald bör uppmuntras i den finansiella sektorn. Det är önskvärt att banksparandet som åtnjuter statliga insättargarantier minskar till förmån för olika former av riskkapital.**

Det stora samhällsekonomiska värdet av en välfungerande finansiell sektor kommer förmodligen inom all överskådlig framtid vara förknippat med någon form av statliga garantier mot finansiella sammanbrott. Statliga insättargarantier har därför gjorts explicita i många länder (se Carisano (1992)), men de implicita garantierna i länder såsom Sverige har visat sig vara minst lika omfattande. Fördelen med dessa garantier är naturligtvis att omstrukturen av svaga banker kan ske under organiserade former utan någon risk för panikuttåg från insättarna. De statliga garantierna gör att insättarna inte behöver oroa sig för bankernas ekonomiska resultat. Detta ointresse från insättarnas sida utgör emellertid också nackdelen med statliga garantier. Banksystemet kan därigenom fritt förfoga över ett betydande sparande utan någon egentlig inblandning från insättarna själva. Om bankledningens målsättning är att maximera vinsten för aktieägarna, så leder dessa insättargarantier till en riskfylld investeringsstrategi med stora potentiella vinster (men också risk för betydande förluster). Orsaken är att vinsterna från lyckade investeringar tillfaller aktieägarna, medan insättarna kompenseras för eventuella förluster genom de statliga insättargarantierna. Ekonomisk teori påvisar hur detta privatekonomiska val av riskexponering är alltför stort sett ur ett samhällsekonomiskt perspektiv. Föreslagna lösningar på detta problem innefattar statliga regleringar av bankernas porföljval, försäkringspremier som bankerna måste betala för den statliga garantien och högt satta kapitaltäckningskrav.

I princip skulle detaljregleringar av bankernas investeringsstrategier kunna fullständigt kontrollera deras riskexponering. De nödvändiga informationskraven som skulle ställas på den övervakande myndigheten skulle dock vara helt orealistiska. Hela banksystemets existens är ju grundat just på deras förmåga att hantera informationsproblem avseende deras låntagares verksamhet. Statliga detaljregleringar skulle därför oundvikligen vara förknippade med betydande effektivitetsförluster. Mot bakgrund av denna problematik har det föreslagits att omfattningen av de statliga insättargarantierna borde begränsas till institutioner som tvingas investera i fullständigt säkra tillgångar ("narrow banks"), medan all annan bankverksamhet skulle vara oförsäkrad.<sup>7</sup> Regleringsarbetet blir då helt okomplexerat, om de försäkrade institutionerna endast tillåts investera i exempelvis statliga obligationer med relativt kort återstående löptid. Den stora frågan är emellertid hur trovärdig en sådan politik är eller om den överhuvudtaget är samhällsekonomiskt önskvärd. Det är nämligen rimligt att anta att en sådan reform inte avsevärt förändrar banksystemets likviditetsskapande funktion. Det vill säga den oförsäkrade bankverksamheten skulle fortsättningsvis också erbjuda långsiktiga krediter finansierade med kortsiktigt bundet sparande. Vid en framtida finansiell kris skulle staten följaktligen finna det svårt att inte ingripa i syfte att förhindra ett finansiellt sammanbrott. Den finansiella sektorns betydelse för välfärden gör det även möjligt att samhällsekonomiskt argumentera för att ett sådant ingri-

<sup>7</sup> En tidig förespråkare av "narrow banks" var Simons (1936). Andra ekonomer som har anslutit sig till denna idé är t.ex. Friedman (1960) och Tobin (1987).

pande är direkt önskvärt. Banksinsättarna och andra aktörer på kapitalmarknaden är naturligtvis också medvetna om att statliga stödåtgärder är högst sannolika i en krissituation. Slutresultatet blir alltså att den ursprungliga begränsningen av de statliga insättargarantierna i praktiken blir betydelselös och hela banksystemet är återigen försäkrat genom implicita statsgarantier.

Alternativet att debitera bankerna försäkringspremier skulle teoretiskt sett kunna fullständigt eliminera avvikelser mellan privatekonomiska och samhällsekonomiska intressen. Om bankerna tvingas betala en marknadsmässig premie för den statliga insättarförsäkringen, så skulle deras investeringsbeslut korrekt avspegla de samhällsekonomiska kostnaderna för olika grader av riskexponering. Tyvärr så lider detta alternativ av samma problem som regleringslösningen, vilket är att det ställer stora informationskrav på staten. Myndigheterna kan endast fastställa de nödvändiga försäkringspremierna, om de har fortlöpande kännedom om individuella bankers riskexponering. På grund av detta återkommande informationsproblem så synes det redan existerande systemet med kapitaltäckningskrav vara den bästa lösningen. Enligt teorin om asymmetrisk information så är eget kapital ett utmärkt medel för att mildra de snedvridande incitaments-effekterna av statliga insättargarantier. Kapitaltäckningskrav är en tämligen generell reglering som ställer förhållandevis låga informationskrav på översynsmyndigheten.

Ju större det egna kapitalet är desto mindre incitament har banken att välja en alltför hög riskexponering. Aktieägarna har nämligen mera att förlora vid eventuella misslyckade investeringar. En vanlig invändning mot att förlita sig på kapitaltäckningskrav är dock att bankerna då blir mindre konkurrenskraftiga. Det är emellertid viktigt att fastställa i vilken bemärkelse som detta påstående är riktigt. Det är uppenbart sant avseende värdet av de ställda bankgarantierna. Ett större eget kapital innebär att den finansiella institutionen bär en större del av sitt eget risktagande, dvs. det implicita värdet av bankgarantierna är mindre. Denna effekt är naturligtvis positiv sett ur samhällets perspektiv. Det återstår därför att se om eget kapital gör en institution mindre konkurrenskraftig i någon annan dimension. Ett exempel på detta skulle kunna vara en oförmånlig skattebehandling av eget kapital jämfört med andra finansieringskällor. Om detta är fallet, så vore den riktiga lösningen att rätta till obalanserna i skattesystemet och inte att minska kapitaltäckningskraven.

Trots att kapitaltäckningskrav synes förbli den bästa lösningen för att motverka de negativa effekterna av statliga insättargarantier, så finns det utrymme för att förbättra det existerande systemet. Den nuvarande finansiella krisen illustrerar hur den finansiella sektorn blir nästan handlingsförlamad, när det egna kapitalet plötsligt faller under den lagstadgade nivån. Som diskuterats ovan, så kan påskyndade nyemissioner orsaka de gamla ägarna ytterligare förluster och osäkerhet om framtida statliga stödåtgärder utgör ännu ett skäl för att avvakta med en privat rekaptalisering. Det är därför önskvärt att regleringssystemet skapar ett andningsrum för den omedelbara hanteringen av en finansiell kris. Ett sådant andningsrum

skulle kunna skapas om kapitaltäckningskravet utformas med både en övre och en undre gräns. En bank med ett eget kapital som uppfyller den övre gränsen ska tillåtas fritt utöva sin verksamhet utan statlig inblandning. Om det egna kapitalet däremot faller under denna nivå, så ska staten successivt kunna pålägga banken en rad restriktioner. Exempelvis ska aktieutdelningar inte tillåtas och större investeringsbeslut skulle kunna vara föremål för statligt godkännande. Banken ska däremot fortfarande anses vara solvent, så länge som det egna kapitalet överstiger den lagstadgade undre gränsen. Detta arrangemang är menat att skapa incitament för banken att anskaffa nytt eget kapital så fort som möjligt. Intervallet för det egna kapitalet innebär dock att rekapitaliseringen kan ske under mer ordnade former jämfört med det nuvarande kapitaltäckningskravet med endast en godtagbar nivå.<sup>8</sup>

Med den föreslagna förändringen av kapitaltäckningskravet undviker man att hamna i en situation, där snabba statliga stödåtgärder framtvings för att värna om de finansiella tjänsterna som den reala ekonomin förlitar sig på. En minskning av det egna kapitalet i den finansiella sektorn skulle inte längre utgöra samma hot om plötsliga kreditåstramningar. Från ett strategiskt perspektiv skulle bankernas förhandlingsposition gentemot staten också ha drastiskt förändrats. Enligt liknelsen i föregående avsnitt så skulle den finansiella sektorn kunna ha sägats förlora sin "gisslan" och det blir snarare staten som kan utöva betydande påtryckningar på en konkurshotad finansiell institution. Den nyvunna tidsfristen kan utnyttjas av staten för att utarbeta alternativa handlingsplaner, ifall en privata rekapitalisering misslyckas. Kort sagt så skulle det bli så mycket lättare för staten att utkräva ett strikt ägaransvar.

Denna fokusering på kapitaltäckningskrav och förekomsten av snedvridna incitament till följd av statliga bankgarantier får emellertid inte skymma den annars positiva slutsatsen att den finansiella sektorn spelar en mycket viktig roll i samhällsekonomin. Ekonomisk teori beskriver hur finansiella institutioner minskar de negativa effekterna av asymmetrisk information genom att specialisera sig på informationsinhämtning, utvärdering av investeringsprojekt och övervakning av låntagarnas verksamhet. Den finansiella sektorn kan naturligtvis inte vara fullständigt framgångsrik med att avlägsna alla friktioner i kreditmarknaden. Det är därför inte förvånande att empiriska undersökningar till exempel visar hur småföretag med relativt litet aktiekapital finner det svårare att uppbringa externt kapital jämfört med mera väletablerade storföretag. Det är dock viktigt att poängtera att sådana observationer i sig inte kan användas för att motivera statliga ingripanden på kreditmarknaden. Det må vara lätt att dra den felaktiga slutsatsen att staten skulle nödvändigtvis förbättra samhällsvälfärden genom att direkt förse dessa småföretag med statliga krediter. För att detta resonemang ska stämma, så måste emellertid staten visa sig vara bättre på att göra kreditbedömningar och administrera lånataganden än motsvarande privata institutioner. Om detta inte är fallet, så bör staten inte blanda sig i ekonomins allokering av krediter.

<sup>8</sup> Benston and Kaufman (1988) beskriver i större detalj hur en sådan reform av kapitaltäckningskravet kan utformas.

En välfungerande marknadsekonomi förutsätter att medborgarna är välinformerade om dess funktionssätt. Ett centralt budskap förblir här att avsaknaden av fluktuationer i ekonomiska variabler är inte nödvändigtvis liktydigt med hög välfärd. Välfärden har snarare att göra med hur väl ekonomin kan anpassa sig till ständiga förändringar i exempelvis produktionsmetoder och den internationella konkurrensen. Sveriges frihandelspolitik har medfört att denna osäkerhet och behovet av anpassningar har varit uppenbara i den reala ekonomin. Strukturomvandlingar av varvs- och textilindustrin har tydligt demonstrerat detta. Den tidigare reglerade finansiella sektorn har emellertid för den större delen av allmänheten kännetecknats av ett stort lugnt. Det är därför nu oerhört viktigt att avregleringen under de senare åren åtföljs av ett utbildningsinitiativ för att medborgarna ska kunna fatta välinformerade finansiella beslut. Det ligger i samhällets intresse att allmänheten erhåller sanningsenlig information om risktagandet som är förknippat med alternativa sparformer. Vilseledande marknadsföring måste här stävjas på samma sätt som inom andra konsumentområden.

En allmän målsättning bör vara att skapa en ökad förståelse för det samhällsekonomiska värdet av risktagande. Ekonomiska risker är oundvikliga och måste antingen bäras av staten, dvs. skattebetalarna, eller av privata ekonomiska aktörer. Av effektivitetsskäl är det önskvärt att merparten av riskallokeringen sker genom den privata finansiella sektorn. De ekonomiska argumenten för detta är i princip desamma som argumenten för att allokeringen av exempelvis personbilar sker bäst genom privata marknader. Det ligger därför i samhällets intresse att uppmuntra en ökad mångfald i utbudet av finansiella instrument. Förutom att detta leder till effektivitetsvinster i samhällets riskallokering, så tjänar det ökade utbudet också ett utbildningssyfte. Det bästa sättet att förstå de ekonomiska riskerna och hur olika risktagande kompenseras i finansiella marknader är nämligen att hushållen själva tillåts välja sin riskexponering.<sup>9</sup>

De ökade valmöjligheterna i finansiella marknader och ett reformerat kapitaltäckningskrav med ett större ägaransvar får den sannolika effekten att en del av samhällets sparandekapital överförs från traditionella bankkonton till olika former av riskkapital. Det är möjligt att det ökade riskkapitalet kommer att förvaltas genom det existerande banksystemet, men detta är en ovidkommande fråga. Det väsentliga är istället att både spararna som utbjuder sitt kapital och investerarna som efterfrågar detta kapital gör sina val på basis av samhällsekonomiskt riktiga priser. Slutsatsen från den nuvarande finansiella krisen är uppenbart att kostnaden för riskkapitalet som ställdes till ekonomins förfogande genom banksystemet inte avspeglade den sanna samhällsekonomiska kostnaden. Ett framtida högre kapitaltäckningskrav skulle få den önskvärda effekten att de finansiella institutionerna bär en större del av sitt risktagande. Den indirekta effekten för spararna skulle bli att de skulle klart se skillnader i avkastning mellan alternativa sparformer. Insättningsräntan på ett bankkonto som är försäkrat med statliga insättargarantier ska naturligtvis vara så mycket lägre än den förväntade avkastningen på olika former av riskkapital.

<sup>9</sup> En betydande möjlighet att stimulera den finansiella mångfalden och öka ekonomins riskkapital skulle vara att lägga om socialförsäkringssystemen till förmån för privata försäkringslösningar, vilket förespråkas i ekonomikommissionens förslag (SOU 1993:16).

Det är möjligt att den finansiella krisen kan leda till något positivt för samhällsekonomin. Krisen har nämligen blottlagt ett antal svagheter i det svenska finansiella systemet och erbjuder därigenom ett utmärkt tillfälle för att åtgärda dessa. Den största svagheten är den statliga subventionen av risktagande som föreligger på grund av implicita statliga garantier till den finansiella sektorn. Lösningen på detta problem ligger i att motverka de snedvridna investeringsincitamenten genom ett större ägaransvar. Ett större ägaransvar kan uppnås genom höjda kapitaltäckningskrav för finansiella institutioner och genom att uppmuntra ett överförande av ekonomins sparandekapital från statligt försäkrade sparandeformer till olika typer av riskkapital. Ägaransvaret förblir alltså den bästa garanten för en effektiv resursallokering i finansiella marknader. Det är också viktigt att inse att dagens krishantering lägger grunden för de framtida incitamenten i den finansiella sektorn. Det är därför av stor vikt att statliga åtgärder utformas så att de är förenliga med intentionerna att i framtiden förlita sig på det privata ägandeansvaret. Följaktligen blir det nödvändigt att redan idag utkräva ett strikt ägaransvar i de krisdrabbade finansiella institutionerna.



## Referenser

- Akerlof, George (1970), "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics* 84, 488–500.
- Arrow, Kenneth J. (1953), "Le rôle des valeurs boursières pour la répartition la melleure des risques", *Econometrie*, Paris: Centre National de la Recherche Scientifique, 41–48. Översatt som "The role of securities in the optimal allocation of risk bearing", *Review of Economic Studies* 31 (1963–64):91–96.
- Baltensperger, Ernst (1980), "Alternative approaches to the theory of the banking firm", *Journal of Monetary Economics* 6, 1–37.
- Barro, Robert J. (1976), "Rational Expectations and the Role of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics* 2, 1–32.
- Barro, Robert J. (1978), "Unanticipated Money, Output and the Price Level in the United States", *Journal of Political Economy* 86, 549–80.
- Benston, George J. och Kaufman George G. (1988), "Regulating Bank Safety and Performance", i W.S. Haraf och R.M. Kushmeider (red), *Restructuring Banking and Financial Services in America*, Washington, D.C.: American Enterprise Institute for Public Policy Research, 63–88.
- Bernanke, Ben S. (1983), "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *American Economic Review* 73, 257–76.
- Bernanke, Ben (1993), "Credit in the Macroeconomy", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, 50–70.
- Bernanke, Ben och Alan Blinder (1992), "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission", *American Economic Review*, 901–21.
- Bernanke, Ben och Mark Gertler (1989), "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations", *American Economic Review*, 14–31.
- Bernanke, Ben och Mark Gertler (1990), "Financial Fragility and Economic Performance", *Quarterly Journal of Economics*, 87–114.
- Bernanke, Ben och Harold James (1991), "The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison", i R. Glenn Hubbard, ed., *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago: University of Chicago Press.

- Bernanke, Ben S. och Lown, Cara S. (1991), "The Credit Crunch", *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 205–39.
- Boyd, John H. och Gertler, Mark (1993), "U.S. Commercial Banking: Trends, Cycles, and Policy", *NBER Macroeconomics Annual*, 319–68.
- Brock, William A. och Leonard J. Mirman (1972), "Optimal Economic Growth and Uncertainty: The Discounted Case", *Journal of Economic Theory* 4, 479–513.
- Cantor, Richard (1990), "Effects of Leverage on Corporate Investment and Hiring Decisions", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, 31–41.
- Carisano, Rita (1992), *Deposit Insurance: Theory, Policy and Evidence*, Aldershot: Dartmouth publishing.
- Chari, V. V. (1989), "Banking without deposit insurance or bank panics: Lessons from a model of the U.S. national banking system", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 13 (Summer): 3–19.
- Debreu, Gerard (1959), *The Theory of Value*, New Haven, Conn.: Yale University Press.
- Devereux, Michael och Fabio Schiantarelli (1990), "Investment, Financial Factors, and Cash Flow: Evidence from U.K. Panel Data", i R. Glenn Hubbard, ed., *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, Chicago: University of Chicago Press.
- Diamond, Douglas (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies* 51, 393–414.
- Diamond, Douglas W. och Dybvig, Philip H. (1983), "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy* 91, 401–19.
- Eklund, Klas, Lindbeck, Assar, Persson, Mats, Söderström, Hans Tson, Viotti, Staffan (1993), *Fast kurs med flytande krona, Konjunkturrådets rapport 1993*, SNS Förlag.
- Elliehausen, Gregory och John Wolken (1990), "Banking Markets and the Use of financial Services by Small and Medium-Sized Businesses", *Staff Study 160*, Board of Governors, Washington D.C..
- Fama, Eugene (1980), "Banking in the Theory of Finance", *Journal Monetary Economics* 6, 39–57.
- Fama, Eugene (1985), "What's Different About Banks?" *Journal of Monetary Economics* 15, 29–40.
- Fazzari, Steven och M. Athey (1987), "Asymmetric Information, Financing Constraints, and Investment", *Review of Economics and Statistics*, 481–87.
- Fazzari, Steven, R. Glenn Hubbard och Bruce Petersen (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 141–195.
- Fisher, Irving (1933), "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica* 1, 337–57.
- Friedman, Milton (1960), *A Program for Monetary Stability*, New York, Fordham University Press.
- Friedman, Milton och Anna J. Schwartz (1963), *A Monetary History of The United States: 1867–1960*, Princeton: Princeton University Press.

- Furlong, Frederick T. (1991), "Can Bank Capital Regulation Work? Research revisited", *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, 32–33.
- Gertler, Mark (1988), "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 559–88.
- Gertler, Mark och Simon Gilchrist (1994), "Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms", *Quarterly Journal of Economics*, forthcoming.
- Gertler, Mark och Simon Gilchrist (1993), "The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence", *Scandinavian Journal of Economics*, 43–64.
- Greenwald, Burce, Joseph E. Stiglitz och Andrew Weiss (1984), "Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations", *American Economic Review* 74, 194–200.
- Greenwald, Bruce och Joseph Stiglitz (1993), "Financial Market Imperfections and Business Cycles", *Quarterly Journal of Economics*, 77–114.
- Gurley, John och Edward Shaw (1955), "Financial Aspects of Economic Development", *American Economic Review* 45, 515–38.
- Hamilton, James, (1987), "Monetary Factors in the Great Depression", *Journal of Monetary Economics* 19, 145–70.
- Hicks, John R. (1937), "Mr. Keynes and the 'Classics': A Suggested Interpretation", *Econometrica* 5, 147–59.
- Himmelberg, Charles och Bruce Petersen (1992), "R&D and Internal Finance: A Panel Study of Small Firms in High-Tech Industries", Washington University.
- Hoshi, Takeo, Anil Kashyap och David Scharfstein (1991), "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Panel Data", *Quarterly Journal of Economics*, 33–60.
- Hubbard, R. Glenn och Anil Kashyap (1992), "Internal Net Worth and the Investment Process: An Application to U.S. Agriculture", *Journal of Political Economy* 100(3), 506–534.
- Jacklin, Charles J. (1987), "Demand Deposits, Trading Restrictions, and Risk Sharing", i *Contractual Arrangements for Intertemporal Trade*, ed. Edward C. Prescott and Neil Wallace, 26–47, *Minnesota Studies in Macroeconomics*, vol. 1, Minneapolis, Minn.: University of Minnesota Press.
- Jaffee, Dwight och Thomas Russell (1976), "Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing", *Quarterly Journal of Economics* 90, 651–66.
- James, Christopher (1987), "Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans", *Journal of Financial Economics*, 217–36.
- Jensen, Michael och William Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305–60.
- Johnson, Ronald (1991), "The Bank Credit Crumble", *Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review*, 40–51.
- Kane, Edward J. (1989) *The S&L Insurance Mess: How Did It Happen?*, Washington, D.C.: The Urban Institute Press.

- Kareken, John H. och Wallace, Neil (1978), "Deposit insurance and bank regulation: A partial equilibrium exposition", *Journal of Business* 51: 413–38.
- Kashyap, Anil och Jeremy Stein (1992), "Monetary Policy and Bank Lending", Graduate School of Business, University of Chicago.
- Kashyap, Anil, Jeremy Stein och David Wilcox (1993), "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance", *American Economic Review*, 78–98.
- Keynes, John M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, New York: Macmillan.
- Kindleberger, C. (1978), *Manias, Panics och Crashes*, New York: Basic Books.
- King, Stephen (1986), "Monetary Transmission: Through Bank Loans or Bank Liabilities?" *Journal of Money, Credit, and Banking*, 290–303.
- Kiyotaki, Nobuhiro och John Moore (1993), "Credit Cycles", University of Minnesota.
- Kydland, Finn E. och Prescott, Edward C. (1982), "Time to Build and Aggregate Fluctuations", *Econometrica* 50, 1345–70.
- Leland, Hayne och Douglas Pyle (1977), "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance* 32, 371–87.
- Ljungqvist, Lars (1993), "Deposit Insurance, Asset Accumulation and Asset Price Volatility", University of Wisconsin-Madison, working paper 9320.
- Lucas, Robert E., Jr. (1972) "Expectations and the Neutrality of Money", *Journal of Economic Theory* 4, 103–24.
- Lummer, Scott och John McConnell (1989), "Further Evidence on the Bank Lending Process and Capital Market Response to Bank Loan Agreements", *Journal of Financial Economics*, vol 25(1), 99–122.
- Merton, Robert C. (1977), "An Analytic Derivation of the Cost of Deposit Insurance and Loan Guarantees: An Application of Modern Option Pricing Theory", *Journal of Banking and Finance*, vol 1, 3–11.
- Milne, Alistair (1991), "Financial Effects on Inventory Investment", London Business School.
- Minsky, Hyman (1975), *John Maynard Keynes*, New York: Columbia University Press.
- Mishkin, Frederic S. (1978), "The Household Balance Sheet and the Great Depression", *Journal of Economic History*, 918–37.
- Modigliani, Franco (1944), "Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money", *Econometrica*, 45–88.
- Modigliani, Franco och Merton Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review* 48, 261–97.
- Moore, Robert (1987), *Three Essays on Asymmetric Information and Financial Contraction*, Ph.D. dissertation, University of Wisconsin.
- Morgan, Donald (1988), "Bank Credit Commitments, Credit Rationing and Investment", Ph. D. dissertation, University of Wisconsin.
- Myers, Stewart C. och N.S. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics* 13, 187–221.

- Nakamura, Leonard, (1988), "Customer Credit, Financial Intermediaries, and Real Income: Preliminary Evidence that Credit Matters", Rutgers University Economics working paper no. 1988-05.
- Oliner, Stephen och Glenn Rudebusch (1992), "Sources of the Financing Hierarchy for Business Investment and Agency Costs", *Review of Economics and Statistics*, 643-53.
- Peek, Joe och Eric Rosengren (1992), "The Capital Crunch in New England", Federal Reserve Bank of Boston, *New England Economic Review*, 21-31.
- Petersen, Mitchell och Raghuram Rajan (1992), "The Benefits of Firm-Creditor Relationships: Evidence from Small Business Data", Graduate School of Business, University of Chicago.
- Ramey, Valerie (1993), "How Important is the Credit Channel in the Transmission of Monetary Policy?" in Allan Meltzer and Charles Plosser, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, forthcoming.
- Romer, Christina och David Romer (1990), "New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism", *Brookings Papers on Economic Activity*, 149-98.
- Ross, Stephen A. (1977), "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach", *Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.
- Rothschild, Michael och Joseph Stiglitz (1976), "Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information", *Quarterly Journal of Economics* 90, 630-49.
- Samolyk, Katherine (1991), "A Regional Perspective on the Credit View", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Cleveland, 27-38.
- Santomero, Anthony M., Herring, Richard J. och Viotti, Staffan (1991), *Finanssektorn och Valfärden*, SNS Förlag.
- Schaller, Huntley (1993), "Asymmetric Information, Liquidity Constraints, and Canadian Investment", Board of Governors, Washington D.C..
- Schreft, Stacey (1990), "Credit Controls: 1980", Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Review*, 25-55.
- Sharpe, Steven (1993), "Financial Market Imperfections, Firm Leverage, and the Cyclicity of Employment", Board of Governors, Washington D.C..
- Sharpe, William F. (1978), "Bank Capital Adequacy, Deposit Insurance and Security Values", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 13, 701-718.
- Simons, Henry (1936), "Rule Vs Authority in Monetary Policy", *Journal of Political Economy*, 44, 1-30.
- Sims, Christopher (1972), "Money, Income and Causality", *American Economic Review* 62, 540-52.
- Slovin, Myron, Marie Sushka och John Polonchek (1993), "The Value of Bank Durability: Borrowers as Bank Stakeholders", *Journal of Finance* 48(1), 247-266.
- SOU 1993:16, *Nya villkor för ekonomi och politik*, Ekonomikommis-  
sions förslag.

- Stiglitz, Joseph och Andrew Weiss (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review* 71, 393–410.
- Tobin, James (1970), "Money and Income: Post Hoc Ergo Propter Hoc", *Quarterly Journal of Economics* 84, 301–17.
- Tobin, James (1987), "The Case for preserving regulatory distinctions", i *Resturcturing the Financial System*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 16784.
- Townsend, Robert M (1979), "Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification", *Journal of Economic Theory* 21, 265–93.
- Wallace, Neil (1988), "Another attempt to explain an illiquid banking system: The Diamond and Dybvig model with sequential service taken seriously", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 12 (Fall): 316.
- White, Lawrence J. (1991) *The S&L Debacle: Public Ploicy Lessons for Bank and Thrift Regulation*. New York: Oxford University Press.
- Whited, Toni (1992), "Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data", *Journal of Finance*, 1425–60.
- Williamson, Stephen D (1986), "Costly Monitoring, Financial Intermediation, and Equilibrium Credit Rationing", *Journal of Monetary Economics* 18, 159–79.
- Wilson, Charles A. (1977), "A Model of Insurance Markets with Incomplete Information", *Journal of Economic Theory* 16, 167–207.

## Bilagor till Långtidsutredningen 1994

Nr	Namn	Författare
1	Metoder, modeller och beräkningar	Finansdepartementet
2	Miljön som långsiktig restriktion	Per Molander
3	Omvandling och obalans – mönster i svensk ekonomisk utveckling	Lennart Schön Lunds universitet
4	Sveriges framtida befolkning	Statistiska centralbyrån
5	Sveriges ekonomiska geografi	Närings- och teknikutvecklingsverket
6	Näringslivets tillväxtförutsättningar till 2010	Närings- och teknikutvecklingsverket
7	Investeringarnas utveckling	Lennart Erixon Stockholms universitet
8	Arbetslösheten och arbetsmarknadens funktionssätt	Per-Anders Edin Bertil Holmlund Uppsala universitet
9	Finanspolitik, konjunkturer och ekonomisk integration	Henry Ohlsson Uppsala universitet Anders Vredin Handelshögskolan i Stockholm
10	Teknologiska system och ekonomisk tillväxt	Bo Carlsson University of Cleveland Pontus Braunerhjelm Industriens utredningsinstitut
11	Svenskt näringslivs teknologiska specialisering	Närings- och teknikutvecklingsverket
12	Samspelet mellan den finansiella och den reala ekonomin	Lars Ljungqvist University of Wisconsin
13	Svenskt och internationellt konjunkturbeteende	Michael Bergman Lunds universitet Lars Jonung Handelshögskolan i Stockholm
14	Penningpolitiska alternativ för Sverige	Lars E O Svensson Stockholms universitet

Nr	Namn	Författare
1	Medie- och bildningsvetenskap	Ernst-Magnus Eriksson
2	Om utbildningens utvärdering – möten i svensk ekonomisk utveckling	Stellan Malmberg
3	Utvärderingens betydelse för utvecklingen av svensk ekonomisk politik	Stellan Malmberg
4	Utvärderingens betydelse för utvecklingen av svensk ekonomisk politik	Stellan Malmberg
5	Utvärderingens betydelse för utvecklingen av svensk ekonomisk politik	Stellan Malmberg
6	Utvärderingens betydelse för utvecklingen av svensk ekonomisk politik	Stellan Malmberg
7	Utvärderingens betydelse för utvecklingen av svensk ekonomisk politik	Stellan Malmberg
8	Utvärderingens betydelse för utvecklingen av svensk ekonomisk politik	Stellan Malmberg
9	Utvärderingens betydelse för utvecklingen av svensk ekonomisk politik	Stellan Malmberg
10	Utvärderingens betydelse för utvecklingen av svensk ekonomisk politik	Stellan Malmberg
11	Utvärderingens betydelse för utvecklingen av svensk ekonomisk politik	Stellan Malmberg
12	Utvärderingens betydelse för utvecklingen av svensk ekonomisk politik	Stellan Malmberg
13	Utvärderingens betydelse för utvecklingen av svensk ekonomisk politik	Stellan Malmberg
14	Utvärderingens betydelse för utvecklingen av svensk ekonomisk politik	Stellan Malmberg



Ett problematiskt inslag i den nuvarande svenska ekonomiska nedgången är krisen i den finansiella sektorn. Denna situation aktualiserar därför frågan hur samspelet ser ut mellan den finansiella och reala ekonomin.

I denna LU-bilaga redogör Lars Ljungqvist för ekonomisk forskning kring den finansiella sektorns betydelse för makroekonomin. Mot bakgrund av denna forskning diskuteras sedan den svenska bankkrisen och effekterna av statliga bankgarantier.

Ett genomgående tema i bilagan är betydelsen av det privata ägaransvaret för en väl fungerande finansiell sektor. Den finansiella sektorns framtida funktionsförmåga kommer att bero på hur väl staten kan balansera det privata ägaransvaret och samhällets behov att skydda ekonomin mot finansiella sammanbrott genom statliga garantier.

Författaren är professor i nationalekonomi vid University of Wisconsin, Madison.

**FRITZES**

POSTADRESS: 106 47 STOCKHOLM  
FAX 08-2050 21, TELEFON 08-640 90 90

ISBN 91-38-13704-6  
ISSN 0375-250X