

Repliker och kommentarer

I den här avdelningen välkomnas kommentarer till tidigare bidrag och korta inlägg med ekonomisk-politisk anknytning

MAGNUS HENREKSON
ULF JAKOBSSON

Skuldsocialisering som krisrecept

Det tidiga 1990-talets kris i den svenska ekonomin innebar ett brant fall i produktion och sysselsättning. Som en följd av denna utveckling steg också budgetunderskottet kraftigt.¹ Sveriges stora offentliga sektor och generösa arbetsmarknadspolitik gör att den svenska budgeten i en internationell jämförelse är extremt känslig för förändringar i produktion och sysselsättning.² Därmed blir också den automatiska ökningen i underskottet kraftig vid en ekonomisk nedgång. Hela ökningen kan emellertid inte förklaras av budgetautomatik. Exempelvis finns kalkyler gjorda inom OECD som kommer fram till att aktiva finanspolitiska åtgärder (*discretionary fiscal easing*) hade lika stor effekt som budgetautomatiken på budgetunderskottet från 1989 till 1993 (Leibfritz, Roseveare & van den Noord [1994]). Mätmetoder och andra metodologiska avvägningar kan alltid diskuteras, men det finns ändå belegg för att en betydande del av den snabba ökningen i statsskulden är att hänföra till en medvetet expansiv ekono-

misk politik. Likaså är det viktigt att konstatera att budgetautomatik (automatiska stabilisatorer) inte i alla lägen bör tillåtas slå igenom. Den automatik som finns i budgeten är inte nödvändigtvis stabiliseringspolitiskt adekvat.

Hur välavvägd var då den förda politiken? Med tanke på de problem den snabba statsskuldutvecklingen, enligt de flesta bedömningar, givit i form av bristande förtroende och höga räntor, så ter det sig nog för de flesta ganska självklart att politiken under perioden 1991–94 totalt sett blev alltför expansiv. Denna konventionella klokhets bestrids i *Ekonomisk Debatt* nr 3 av Hans Tson Söderström (HTS) [1995].³ Hans huvudtes är att budgetunderskottet fått en alldeles för stor roll i den ekonomisk-politiska diskussionen: "... statsskuldens snabba tillväxt har inte utgjort någon orsak till krisen utan istället varit ett symptom på nedgången i

*Docent MAGNUS HENREKSON
och professor ULF JAKOBSSON är
forskare respektive chef vid
Industriens Utredningsinstitut, IUI.*

¹ För en detaljerad beskrivning av budgetunderskott och statsskuldutveckling, se tex Persson [1995].

² Se Elmeskov [1994].

³ Ur stabiliseringspolitisk synvinkel kan det vara av betydelse hur ett visst totalt underskott portioneras ut över tiden, se tex Lindbeck m fl [1993]. I likhet med HTS avstår vi dock från att vidare diskutera denna aspekt.

ekonomin. I själva verket skulle nedgången ha blivit väsentligt djupare om inte mycket stora underskott i de offentliga finanserna släppts fram" (s 189).

Det senare påståendet underbyggs genom ett räkneexempel över utvecklingen av den privata sektorns balansräkning under krisen. Det avser att demonstrera hur den offentliga sektorn genom att öka sina skulder avlastar den privata sektorn och gör det möjligt för den att förbättra sin soliditet. Genom att emittera statsobligationer till den privata sektorn kan staten ta över de privata skulderna. Utan denna avlastning hade krisen, enligt HTS, blivit ännu djupare.

Eftersom inte HTS förespråkar en mera expansiv finanspolitik just nu så kan det tyckas som diskussionen i huvudsak har ett historiskt intresse. Då HTS inte ser något större problem med den stats-skuld vi nu har så har resonemangen emellertid också ett intresse för frågan vad vi skall göra vid nästa konjunkturedgång eller vid nästa störning i den privata sektorns balansräkningar. Om man godtar HTS slutsatser finns det knappast något skäl att inte också möta nästa nedgång i konjunkturen med en expansiv budgetpolitik och en ytterligare uppgång i stats-skulden.

Vi hävdar i detta inlägg att man inte kan godta HTS resonemang. Han drar för långtgående slutsatser av ett av honom själv konstruerat räkneexempel som, vilket vi skall visa, är högst hypotetiskt. Förutom att exemplet knappast belyser den utveckling det avser att beskriva så beaktar inte HTS de effekter som en snabb utveckling av statsskulden får på den privata sektorns förväntningar om den framtida inkomstutvecklingen. Aktörerna i den privata sektorn antas med andra ord inte (ens till någon del) ha rationella förväntningar på framtiden. Därmed blir analysen av underskottets effekter missvisande.

Innan vi går närmare in på vår egen analys vill vi betona att det hos HTS finns

många synpunkter och synsätt som vi delar. Vi är sålunda helt eniga med HTS om att det finns mera fundamentala problem i den svenska ekonomin än budgetunderskottet och att det är olyckligt om debatten om underskottet leder till att dessa problem inte åtgärdas. Vad vi vänder oss emot är HTS slutsats att en lösning av krisen kräver att den offentliga sektorn inom loppet av några få år försämrar sin ställning med så mycket som 1 000 miljarder. Det bristande förtroende för den ekonomiska politiken som finns på de finansiella marknaderna är en av många indikationer på att vi kunde fått en betydligt bättre utveckling om politiken i större utsträckning inriktats på att begränsa stats-skuldökningen.

Även om vi inte delar HTS slutsatser tycker vi att han genom att studera utvecklingen av de sektorsvisa balansräkningarna har tagit ett intressant och pedagogiskt grepp. Resonemangen är emellertid endast illustrativa. Som vi skall se kan man inom samma ram som HTS använder lika väl demonstrera att en stramare finanspolitik skulle lett oss in på en bättre bana än den vi faktiskt haft.

Betydelsen av rationella förväntningar

När det gäller frågan om rationella förväntningar finns, i detta sammanhang, en omfattande forskning som HTS viftar bort i ett par meningar. Den klassiska artikeln på området har skrivits av Robert Barro [1974] och har en frågeställning som är mycket relevant för HTS räkneexempel, nämligen "Are Government Bonds Net Wealth?". HTS räkneexempel förutsätter att svaret på frågan är ja. Barros analys ledde honom istället till att svara nej på frågan. Bakgrunden till detta svar är, enkelt uttryckt, att även regeringen lyder under en långsiktig budgetrestriktion, vilket medför att budgetförsvagningar som genomförs idag måste komma att motsvaras av budgetskärpningar någon gång i framtiden (om inte

annat för att möta ökade räntebetalningar). Detta belastar den privata sektorns förväntade inkomst. Därmed ökar de statsobligationer som finansierar underskottet inte den privata sektorns nettoförmögenhet. Därmed får heller inte budgetförsvagningen någon expansiv effekt på ekonomin.

Barros tes har rötter hos David Ricardo, som hävdade att det för hushållens förmögenhetsställning var egalt om ett visst sparande skedde inom den privata eller den offentliga sektorn. Hypotesen att en sparandeminskning i offentlig sektor kompenseras av en lika stor sparandeökning i den privata sektorn brukar därför kallas ricardiansk ekvivalens. Det kan te sig långsökt att de privata aktörerna har den grad av förutseende som krävs för att anpassningen skall ske. Det finns emellertid en omfattande empirisk forskning på området. Huvudslutsatsen av denna är att hypotesen om ricardiansk ekvivalens inte har kunnat avvisas. Denna slutsats redovisas exempelvis av Seater [1993] i en översiktsartikel i *Journal of Economic Literature*. Samma slutsats angående forskningsläget drar Torbjörn Becker [1995] i en avhandling som nyligen lagts fram vid Handelshögskolan i Stockholm.

Även om man inte behöver vara lika kategorisk som dessa författare finns det inget stöd för den rakt motsatta ståndpunkten och därmed inte heller för det grundläggande antagandet i HTS räkneexempel. Utgångspunkten för detta är att realräntechocken i början av 90-talet gav den privata sektorn en förmögenhetsförlust. Genom att den offentliga sektorn ökade sina skulder, kunde den privata sektorn, enligt HTS, restaurera sin förmögenhetsställning och uppnå sin önskade soliditet utan en kraftigt kontraktiv effekt på ekonomin. Med ricardiansk ekvivalens blir emellertid hela operationen meningslös eftersom förmögenhetsökningen i den privata sektorn, i HTS exempel, har sin exakta motsvarighet i en för-

mögenhetsförlust i den offentliga sektorn. Aktörerna fäster enligt Ricardo och Barro lika stor vikt vid båda förändringarna och eftersom de har olika tecken tar de ut varandra. I den mån det fanns ett behov av att restaurera förmögenhetsställningen omedelbart efter den första räntechocken, återstår detta i sin helhet även sedan den offentliga sektorn ökat sin skuld med 1 000 miljarder och den privata sektorn fått en ökning på sin tillgångssida med 1 000 miljarder i form av nyemitterade statskuldsinstrument.

Den ricardianska ekvivalensens relevans i Sverige

HTS avvisar förekomsten av ricardiansk ekvivalens just för Sveriges del, med hänvisning till att den svenska ekonomin inte varit i jämvikt vid krisen. Det är riktigt att Barros härledning har gjorts som en jämviktsanalys. Det är emellertid svårt att se varför den privata sektorn i just denna situation skulle släppa föreställningen om att en dramatisk skulduppbyggnad i offentlig sektor kommer att leda till framtida krav på åtstramning. Mycket talar, enligt vår mening, för att den stora dramatiken i förändringen snarast ökar medvetenheten om att framtida åtstramningar kommer att bli nödvändiga. En påtaglig effekt av krisen förefaller vara att förtroendet för välfärdssystemens uthållighet har minskat, vilket leder många till att öka sparandet för egen del.

Givetvis kan man inte vid analysen av den svenska budgetkrisen endast nöja sig med generella resultat kring ricardiansk ekvivalens. Att en skuldökning i offentlig sektor exakt kompenseras av en sparandeökning i den privata sektorn kan inte tas för givet i varje enskilt fall. En rimligare hållning är att räkna med att det sker en motverkande sparandeökning i den privata sektorn, men att det kan vara svårt att i det enskilda fallet uttala sig om dess exakta storlek. Den kan vara

mindre, men den kan också vara större.⁴ I ett senare avsnitt studerar vi effekten av olika antaganden på denna punkt.

Utöver de generella resultat som vi hänvisat till tidigare finns det också relativt färsk forskning kring effekterna av omfattande budgetkonsolidering av den typ som Sverige tvingas att göra. Vi vill särskilt peka på två uppsatser som presenterades på Ekonomiska rådets konferens "Växande statsskuld – internationella erfarenheter" i början av juni, nämligen Alesina & Perotti [1995] och Giavazzi & Pagano [1995].

Båda uppsatserna pekar på möjligheten att en finansiell konsolidering kan ha en expansiv effekt på ekonomin. Välkända exempel på detta är utvecklingen i Danmark respektive Irland. Givetvis kan också omvändningen gälla, dvs att en expansiv politik verkar kontraktivt på ekonomin. Det exempel Giavazzi & Pagano använder för att demonstrera det senare är just Sverige under perioden 1990–94, som studeras särskilt i uppsatsen. De når alltså, efter en relativt omfattande ekonomisk studie, det rakt motsatta resultatet mot HTS, nämligen att en stramare finanspolitik under dessa år, skulle ha haft en mera expansiv effekt på den svenska ekonomin. Det är viktigt att notera att författarna har med förmögenhetsförändringar som en av sina förklaringsfaktorer. I HTS artikel är detta den enda faktor som driver utvecklingen.

Förklaringen till att man kan få dessa icke-keynesianska effekter av finanspolitiken ligger nära diskussionen kring ricardiansk ekvivalens. Effekten av åtgärden eller stabiliseringsprogrammet beror på hur den privata sektorns framtidsförväntningar påverkas. Om ett land har stora budgetproblem kan detta skapa sådana förväntningar inom den privata sektorn att konsumtion och investeringar hålls tillbaka. En åtstramning som är tillräckligt stor för att återställa förtroendet kring ekonomin förbättrar framtidsförväntningarna så kraftigt att investeringar och

konsumtion stiger, trots de negativa effekter på den disponibla inkomsten i innevarande period som åtstramningen kan ha. I vårt svenska exempel är, enligt Giavazzi & Pagano, förhållandet det omvända. Det försämrade förtroendet som har skapats av det snabbt växande underskottet har haft negativa effekter, som varit större än de positiva likviditetseffekter som skapats av den expansiva politiken.

HTS räkneexempel

Vi övergår nu till att studera HTS räkneexempel, vilket står i centrum för hans analys och därmed också är den huvudsakliga utgångspunkten för hans slutsatser. Utgångspunkten för kalkylerna är *Tabell 1* som utgörs av en konsoliderad balansräkning över den privata sektorn 1990 (baserad på Dillén, Larsson & Matthiesen [1994]). Enligt HTS kan man anta att den privata sektorn detta år var i finansiell balans. (Detta är ett påstående som verkligen kan ifrågasättas, men vi går inte vidare in på den frågan här.)

Tabell 1 Privata sektorns balansräkning före realräntechocken enligt HTS kalkyl. Miljarder kronor.

| | | | |
|------------------------|--------|--------------|--------|
| Finansiella tillgångar | 6 500 | Skulder | 7 000 |
| Reala tillgångar | 3 500 | Eget kapital | 3 000 |
| Omslutning | 10 000 | Omslutning | 10 000 |

Tabell 1 utgör den huvudsakliga empiriska basen i HTS artikel. Den är, som synes, en mycket aggregerad sammanställning av den privata sektorns balansräkning 1990. *Tabell 2* är en hypotetisk balansräkning efter realräntechocken kring 1990. Ränteuppgången antas ha sänkt värdet på de reala tillgångarna med 1 000 miljarder. Därmed har också det egna kapitalet sjunkit med motsvarande belopp. Viktigt för HTS resonemang är utveck-

⁴ Becker [1995] finner exempel på det senare.

lingen av soliditeten. Den uppgår till 0,3 i utgångsläget och sjunker till 0,22 efter krisen. Rimligt nog antas att den privata sektorn vill ha en högre soliditet efter ränteuppgången än den hade 1990. HTS antar att den önskade soliditeten är 1/3. Detta leder honom till *Tabell 3*, som är en ny hypotetisk balansräkning, nämligen den privata sektorns önskade balansräkning. Här har den önskade soliditeten uppnåtts genom att hushållen betalat av 1 000 miljarder av sina skulder, vilket höjt det egna kapitalet med motsvarande belopp. HTS huvudpoäng är att denna förbättring av den privata sektorns finansiella ställning måste medföra en försämring av den finansiella ställningen i någon annan sektor. Med den starka aggregering som gjorts här finns endast två tänkbara möjligheter, nämligen att den offentliga sektorn tar över skulderna eller att utlandet gör det. I det förra fallet övertar den offentliga sektorn skulderna genom att gå med stora underskott. I det andra amorteras skulderna av till utlandet genom mycket stora överskott i bytesbalansen under en följd av år. Eftersom den senare utvecklingen enligt HTS endast kan uppnås genom en mycket kontraktiv inhemsk utveckling, blir stora budgetunderskott till slut den enda tänkbara lösningen. Vi bör därför lugnt acceptera en försämring i den offentliga sektorns finansiella nettoställning på 1 000 miljarder, alltså samma belopp som den privata sektorns förbättring.

Resonemanget bygger helt på de ofta godtyckliga antaganden som HTS gör. Till att börja med vill vi återkomma till diskussionen om den ricardianska ekvivalensen. I HTS analys aggregeras hela den privata sektorn, banker, finansinstitut, icke-finansiella företag och hushåll, samman till en enda enhet, som antas ha en bestämd målsättning för sin samlade förmögenhetsutveckling och soliditet. Det är detta antagande som gör att det i sista hand endast blir den offentliga och den internationella sektorn kvar som kan

Tabell 2 Privata sektorns balansräkning efter realräntechocken enligt HTS kalkyl. Miljarder kronor.

| | | | |
|------------------------|-------|--------------|-------|
| Finansiella tillgångar | 6 500 | Skulder | 7 000 |
| Reala tillgångar | 2 500 | Eget kapital | 2 000 |
| Omslutning | 9 000 | Omslutning | 9 000 |

Tabell 3 Privata sektorns önskade balansräkning efter realräntechocken enligt HTS kalkyl. Miljarder kronor.

| | | | |
|------------------------|-------|--------------|-------|
| Finansiella tillgångar | 6 500 | Skulder | 6 000 |
| Reala tillgångar | 2 500 | Eget kapital | 3 000 |
| Omslutning | 9 000 | Omslutning | 9 000 |

”plocka upp” de 1 000 miljarderna.

Antagandet om denna enhetlighet är inte orimligt om man antar att alla tillgångar i sista hand ägs av fullständigt rationella fysiska eller juridiska personer, som överblickar den samlade finansiella situationen i alla de företag och institutioner de äger, direkt eller indirekt. Orimligt är däremot att anta att denna överblick och rationalitet helt gör halt inför den offentliga sektorn.

Med den rationalitet aktörerna antas besitta i övrigt borde de begripa att de inte kan förbättra sin finansiella ställning genom att ackumulera skuldebrev från den offentliga sektorn. Lika lite som en fysisk eller juridisk person kan bli rik genom att ackumulera skuldebrev emitterade av ett företag den själv äger, kan den privata sektorn som helhet bli rik genom att ackumulera skuldebrev emitterade av regeringen i det egna landet. Därmed blir heller inte situationen i *Tabell 3* bättre än den i *Tabell 2*. Därmed finns heller inte den deterministiska nödvändigheten att försämra den offentliga sektorns finansiella ställning med 1 000 miljarder kvar.

En kalkyl med partiell ricardiansk effekt

Om man istället utgår ifrån att den privata sektorn inte fullt ut värderar ökningen i innehavet av statspapper till följd av ett budgetunderskott som nettoförmögenhet, så förändras kalkylen. Låt oss för enkelhets skull utgå från fallet där den privata sektorn uppfattar hälften av ökningen i statspappersinnehavet som förmögenhetstillskott. Det krävs då att den offentliga sektorn övertar skulder på 1 500 miljarder kronor för att den önskade soliditeten på 1/3 skall uppnås i privat sektor. Se *Tabell 4*. Observera att de *nominella* finansiella tillgångarna naturligtvis fortfarande är 6 500, men att de av den privata sektorn i detta fall endast värderas till 5 750.

Ett alternativt sätt att illustrera fallet är att istället göra som i *Tabell 5* där de finansiella tillgångarna tas upp till sitt nominella värde, men där man samtidigt tar upp en implicit skuld för den privata sektorn till staten. Den implicita skulden motsvarar det kapitaliserade värdet av den ökade framtida skattebelastning som hushållen räknar med. Denna skuld blir i vårt fall lika med hälften av ökningen i statsskulden. Som framgår av exemplet leder detta ej till samma utfall som när man "nettar" denna skuld från de finansiella tillgångarna, såsom vi gjorde i *Tabell 4*. För att soliditeten skall bli 1/3 i detta fall krävs att staten övertar skulder för 2 000.

Detta enkla exempel visar således att så snart hushållen endast till en del värderar det ökade innehavet av statspapper till följd av ett budgetunderskott som nettoförmögenhet, så krävs betydligt större budgetunderskott för att hushållens förmögenhetsposition återigen skall komma i jämvikt. Därmed ökar förstås också risken att statens *totala* skuldsättning når en nivå där långivarna ej längre bedömer skuldsituationen som hållbar, med en akut skuldskris som följd.

Tabell 4 Privata sektorns önskade balansräkning med 50-procentig nettoförmögenhetsvärdering av det ökade statspappersinnehavet. Miljarder kronor.

| | | | |
|------------------------|-------|--------------|-------|
| Finansiella tillgångar | 5 750 | Skulder | 5 500 |
| Reala tillgångar | 2 500 | Eget kapital | 2 750 |
| Omslutning | 8 250 | Omslutning | 8 250 |

Tabell 5 Privata sektorns önskade balansräkning med 50-procentig nettoförmögenhetsvärdering av det ökade statspappersinnehavet, men med bokföring av implicit skuld till staten. Miljarder kronor.

| | | | |
|------------------------|-------|----------------|-------|
| Finansiella tillgångar | 6 500 | Gångse skulder | 5 000 |
| Reala tillgångar | 2 500 | Implicit skuld | 1 000 |
| | | Eget kapital | 3 000 |
| Omslutning | 9 000 | Omslutning | 9 000 |

Den faktiska utvecklingen

Kalkylens beroende av de specifika antaganden som gjorts kan också illustreras genom att vi försöker ta reda på vad som faktiskt har hänt med den privata sektorns balansräkningar mellan 1990 och 1994. Ur finansräkenskaperna kan vi genom att ackumulera de årliga förändringarna få fram den totala förändringen i den privata sektorns tillgångar och skulder mellan dessa år. Däremot kan vi inte lika enkelt få fram utvecklingen för de reala tillgångarna. Här har vi istället i likhet med HTS antagit att de efter realräntechocken ligger på 2 500 miljarder. Den balansräkning vi då får för 1994 ges i *Tabell 6*. Som synes har denna relativt verklighetsförankrade balansräkning ett utseende som skiljer sig rejält från den önskade balansräkningen i *Tabell 3*. Den determinism som driver utvecklingen i HTS kalkyler har inte sin motsvarighet i

den verkliga utvecklingen. Där har i stället den kraftiga ökningen av den privata sektorns innehav av statsskuldsinstrument lett till en ökning av de finansiella tillgångarna, vilket gör att omslutningen ligger högre än i det (enligt HTS) önskade alternativet. Soliditeten ligger på 1/4 (2 450/9 650) istället för 1/3.

Låt oss till sist i HTS anda göra ett räkneexempel som illustrerar vår egen ståndpunkt. Detta exempel visar att en lika hög soliditet som den som faktiskt nåddes 1994 kunde ha nåtts vid en väsentligt stramare finanspolitik än den som förts. Låt oss anta att denna lett till en statsskuld som 1994 varit 200 miljarder lägre än den faktiska. Stocken av utestående statsobligationer i den privata sektorn hade då varit 200 miljarder lägre. Det ökade förtroende som politiken lett till antas ha lyft de privata investeringarna från de extremt låga nivåer där de befunnit sig under åren 1991–94 med sammanlagt 200 miljarder. Detta skulle i genomsnitt inneburi en ca tre procentenheter högre investeringskvot under dessa år. Då får vi den balansräkning som ges i *Tabell 7*. Privat sektors förmogenhetsställning är oförändrad,⁵ men den offentliga är förbättrad med 200 miljarder, vilket med Ricardos synsätt gör att den totala förmogenhetsställningen i motsvarande mån är bättre. Vi är ett steg närmare slutet på krisförloppet.

Den grova kalkyl som presenteras i *Tabell 7* antyder de reala effekter som kan komma till stånd om regeringen genom en stram finanspolitik lyckas åstadkomma en positiv förtroendechock som ger utrymme för lättnader i penningpolitiken.

En viktig förutsättning i ovanstående kalkyl är att ökat förtroende och lägre räntor vid en stramare finanspolitik leder till ökade investeringar och därmed till ett minskat finansiellt sparande inom ramen för ett oförändrat bruttosparande i den privata sektorn. Med ökat förtroende och lägre räntor borde också tillgångsvärdena öka. Någon sådan effekt har inte lagts in i *Tabell 7*. Om en sådan politik hade kun-

Tabell 6 Den privata sektorns uppskattade "faktiska" balansräkning 1994. Miljarder kronor

| | | | |
|------------------------|-------|--------------|-------|
| Finansiella tillgångar | 7 150 | Skulder | 7 200 |
| Reala tillgångar | 2 500 | Eget kapital | 2 450 |
| Omslutning | 9 650 | Omslutning | 9 650 |

Anm: Vi utgår delvis från HTS grundkalkyl, se vidare i texten. Värdet för de finansiella skulderna ligger här ca 400 miljarder över det värde som framkommer direkt ur finansräkenskaperna. Denna nivåskillnad beror på att vi utgår från HTS kalkyl med en skuldpost på 7 000 miljarder, vilket är drygt 400 miljarder över finansräkenskapernas ställningsdata för den privata sektorns skulder 1990, som där är 6 576 miljarder. Denna diskrepans i nivå påverkar dock inte slutsatserna eftersom det är förändringarna efter 1990 som är avgörande för analysen.

Källa: Finansräkenskaperna, egna beräkningar.

Tabell 7 Den privata sektorns balansräkning 1994 vid alternativ finanspolitik och utan värdestegringseffekt. Miljarder kronor.

| | | | |
|------------------------|-------|--------------|-------|
| Finansiella tillgångar | 6 950 | Skulder | 7 200 |
| Reala tillgångar | 2 700 | Eget kapital | 2 450 |
| Omslutning | 9 650 | Omslutning | 9 650 |

nat sänka det svenska ränteläget med 2 procentenheter, dvs ungefärligen till nivå i Finland (augusti 1995), är det rimligt att anta, om man utgår från den analys som HTS gör av sambanden mellan ränteläge och värde, att vi skulle få en stegring i tillgångsvärdena med 15 procent. Detta skulle med i övrigt oförändrade värden

⁵ Ökade investeringar har lett till en försämring i det finansiella sparandet i den privata sektorn med 200 miljarder. Detta balanserar en lika stor förbättring i den offentliga sektorn.

Tabell 8 Den privata sektorns balansräkning 1994 vid alternativ finanspolitik och med ökade tillgångsvärden. Miljarder kronor.

| | | | |
|------------------------|-------|--------------|-------|
| Finansiella tillgångar | 6950 | Skulder | 7200 |
| Reala tillgångar | 3105 | Eget kapital | 2855 |
| Omslutning | 10055 | Omslutning | 10055 |

från *Tabell 7* ge oss *Tabell 8*. Soliditeten blir här 0,28, vilket fortfarande är en bit från HTS önskade soliditet, men väsentligt högre än den faktiska soliditeten 1994.

Ett antagande om att en sänkning av ränteläget skulle kunna leda till en stegring i tillgångsvärdena med 15 procent måste rimligen ses som ganska försiktigt. Jämför exempelvis med vad som händer med marknadsvärdet på en real obligation utan kupongbetalningar med en återstående löptid på 30 år då realräntan sjunker från 6 till 4 procent: marknadsvärdet på obligationen stiger med 77 procent! Överhuvudtaget kan vi inte förstå hur HTS kan måla upp ett krisförlopp som utlöses av en kraftig realräntestegring, men där sedan den väg som anvisas ut ur krisen inte är beroende av räntelägets vidare utveckling.

Tabell 7 och *8* bevisar inte att en stramare finanspolitik skulle ha haft en positiv effekt på ekonomin, men de demonstrerar att den icke-keynesianska effekt av en stramare finanspolitik som Giavazzi & Pagano diskuterar är väl förenlig med en rimlig utveckling av den privata sektorns balansräkning.

Några viktiga aspekter som HTS ej analyserar

HTS arbetar i sin analys uteslutande med stora makroaggregat. Bakom dessa döljer sig naturligtvis myriader av omställnings- och anpassningsbeslut för enskilda individer och företag. Att någorlunda heltäckande belysa de problem som en makroan-

sats sopar under mattan låter sig knappast göras inom ramen för denna artikel. Vi vill dock antyda ett par viktiga aspekter som är av stor relevans för hur man ska tolka effekterna av budgetunderskotten 1991–94.

I HTS analys har den ökade realräntan egentligen bara efterfrågeeffekter, vilka verkar genom att den privata sektorn önskar förbättra sin soliditet (realbalans-effekt). En sådan analys tenderar att dölja att en permanent ökning av realräntan (efter skatt) ställer stora krav på reala omställningar i ekonomin.⁶ Några av de viktigaste är:

- Lägre kapitalintensitet i produktionen, vilket kräver expansion av vissa branscher och kontraktion av andra.
- Längre ekonomisk livslängd på befintlig kapitalstock, dvs maskiner, byggnader och varaktiga konsumtionsvaror, vilket inte minst innebär att reparationer och underhåll kommer att behöva utgöra en större andel av bruttoproduktionen.
- Produktionen bör vridas om till K-sektorns fördel för att via bytesbalansöverskott förbättra den privata sektorns (eller landets) soliditet. En sådan process underlättas potentiellt av den kraftiga deprecieringen av kronan, men för att den fullt ut ska lyckas krävs en ut hållig ökning av K-sektorns löner och vinster relativt S-sektorn (Henrekson [1991]).

⁶ Se Davis & Henrekson [1995] för en analys av hur mycket låga reala avkastningskrav efter skatt i företagssektorn under större delen av efterkrigstiden sannolikt lett till kraftiga snedvridningar i produktionsstrukturen (jämfört med USA). Den ökade realräntan före skatt i kombination med skattereformen 1991 ledde till en extrem ökning av realavkastningskravet före skatt och ställer enligt analysen i den studien sannolikt mycket stora krav på omställningar i produktionsstrukturen i svensk ekonomi.

Allt annat lika är det förstås så att ju snabbare den erforderliga omvandlingen av ekonomin kan ske, desto bättre är det. En betydande risk med den kraftiga finanspolitiska ackommodation som ägt rum sedan 1991 är att den erforderliga omställningen av ekonomin bromsats upp och strukturer avpassade till en låg realräntenivå tillåtit att leva kvar eller endast reformerats i otillräcklig utsträckning. Om så är fallet, vilket vi anser, blir motsättningen mellan kort och lång sikt (eller t o m medellång sikt) betydligt större. En avstämning av den svenska och finska utvecklingen i början av 2000-talet blir en bra mätare i detta fall.

Slutord

Vi har i denna artikel vänt oss emot den analys av budgetunderskottets utveckling under första halvan av 1990-talet som Hans Tson Söderström [1995] gör och där han bl a kommer fram till att underskottet under perioden 1991–94 i stort sett varit lagom stort. En försvagning av den offentliga sektorns finanser med 1 000 miljarder ses i analysen som ett nödvändigt (och tillräckligt (?)) villkor för en återhämtning av den svenska ekonomin. Eftersom detta ungefärligen motsvarar den budgetpolitik som faktiskt förts blir slutsatsen att politiken varit närmast optimalt anpassad till omständigheterna.

Detta strider som HTS själva påpekat mot den konventionella klokheden representerad av institutioner som IMF och OECD. Det strider också mot de forskningsresultat vi refererat i vårt inlägg och det strider mot den gängse uppfattningen bland marknadsaktörerna. Vi har sökt visa att HTS slutsats bygger på det mycket speciella antagandet att den privata sektor just vad gäller offentlig sektors skuldsättning är helt i avsaknad av rationella förväntningar. Den ståndpunkten saknar stöd i forskningen på området. HTS kalkyler har därtill bristande kontakt med den faktiska utvecklingen. Som

vi sett har den privata sektorns balansräkningar tagit en annan väg än den HTS diskuterar.

Vidare har flera relevanta aspekter utelämnats ur analysen. En sådan är att en permanent ökad realränta ställer stora krav på en omstrukturering av ekonomin. I den mån en sådan omstrukturering fördröjs till följd av en ackommoderande finanspolitik, minskar förutsättningarna att växla in ekonomin på en bana med hög ekonomisk tillväxt.

HTS avstår också från att diskutera förhållandet mellan finans- och penningpolitik. Detta är desto mer förvånande med tanke på att HTS anser att den svenska krisen i första hand är en skuldeflationskris. Det naturliga sättet att häva en sådan process är en expansiv penningpolitik. Då borde frågan om penning- och finanspolitikens möjligheter att påverka ränteläget vara av avgörande betydelse. En central del av den konventionella klokheden, som vi i detta avseende ansluter oss till, är att en stramare finanspolitik skulle ha banat väg för en lättare penningpolitik och lägre långräntor. Därmed hade skuldeflationen kunnat hävas på ett tidigare stadium.

Sammanfattningsvis har vår huvudpoäng varit att demonstrera att den typ av räkneexempel som HTS, och i denna artikel vi själva, presenterat kan tjäna som illustrationer av en tankegång. De har emellertid inget bevisvärde vare sig de illustrerar den ena eller andra ståndpunkten. Vi gör också en annan bedömning än HTS i själva sakfrågan: om nedgången i ekonomin hade mötts med en försiktigare budgetpolitik, skulle svensk ekonomi idag ha stått bättre rustad för framtiden. Vi menar att denna bedömning även har ett bättre stöd i forskningen.

Referenser

- Alesina, A & Perotti, R, [1995], "Reducing Budget Deficits", uppsats presenterad vid Ekonomiska rådets konferens *Growing International Debt – International Experiences* i Stockholm den 12 juni.
- Barro, R J, [1974], "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy*, vol 82, s 1095–1117.
- Becker, T, [1995], *Essays on Stochastic Fiscal Policy, Public Debt and Private Consumption*, akademisk avhandling, Handelshögskolan i Stockholm.
- Davis, S J & Henrekson, M, [1995], "Employer Size, Industrial Policy and Economic Performance in Sweden", under utgivning i Freeman, R, Topel, R & Swedenborg, S (red), *The Welfare State in Transition*, University of Chicago Press, Chicago.
- Dillén, M, Larsson, K-G & Matthiessen, J, [1994], *Den offentliga skulden*, Bilaga 15 till *Långtidsutredningen 1995*, Allmänna Förlaget, Stockholm.
- Elmeskov, J, [1994], "OECD's View on the Swedish Budget Deficit: How Dangerous Is it? How Should it Be Analyzed?", i *Budgetunderskott och statsskuld – Hur farliga är de?*, Ds 1994:38, Finansdepartementet, Stockholm.
- Giavazzi, F & Pagano, M, [1995], "Non-Keynesian Effects of Sharp Fiscal Policy Changes: More International Evidence", uppsats presenterad vid Ekonomiska rådets konferens *Growing International Debt – International Experiences* i Stockholm den 12 juni.
- Henrekson, M, [1991], "Devalveringarnas effekter på den svenska ekonomins struktur", i Jonung, L (red), *Devalveringen 1982. Rivstart eller snedtändning?*, SNS Förlag, Stockholm.
- Leibfritz, W, Roseveare, D & van den Noord, P, [1994], "Fiscal Policy, Government Debt and Economic Performance", Working Paper nr 144, Economics Department, OECD.
- Lindbeck, A, m fl [1993], *Nya villkor för ekonomi och politik*, Ekonomikommisionens förslag, SOU 1993:16, Allmänna Förlaget, Stockholm.
- Persson, M, [1995], "Swedish Government Debt and Deficits 1970–1995", uppsats presenterad vid Ekonomiska rådets konferens *Growing International Debt – International Experiences* i Stockholm den 12 juni.
- Seater, J J, [1993], "Ricardian Equivalence", *Journal of Economic Literature*, vol 31, 142–190.
- Söderström, H T, [1995], "Realräntechock, skuldsanering och budgetunderskott", *Ekonomisk Debatt*, årg 23, nr 3, 189–202.