



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Kandidatuppsats

VT-2009

Nationalekonomiska institutionen

Minskys teori om finansiell instabilitet och dess relevans i moderna kriser

Handledare:
Hans Byström

Författare:
Peter Möller
Thomas Reinholdsson

Sammanfattning

- Titel:** Minskys teori om finansiell instabilitet och dess relevans i moderna kriser
- Författare:** Peter Möller och Thomas Reinholdsson
- Handledare:** Hans Byström
- Seminariedatum:** 2009-06-05
- Kurs:** Kandidatuppsats i Nationalekonomi, inriktning finansiell ekonomi (NEKK01).
- Syfte:** Att testa om Hyman P. Minskys teori om finansiell instabilitet och uppkomsten av finansiella kriser är relevant för, och applicerbar på, moderna ekonomiska förhållanden.
- Metod:** Studien är framför allt av kvalitativ metod, och tar hjälp av tidigare forskning och olika nyckeltal i analysen av de finansiella kriserna. Valet av kriser har avgränsats till den svenska fastighetskrisen, Asienkrisen, IT-bubblan och Subprime-krisen.
- Slutsats:** Generellt har vi kommit fram till slutsatsen att Minskys teori utgör en ganska bra förklaring för hur finansiell instabilitet skapas i dagens kapitalistiska system, vilket gör den värdefull vid analys och hantering av finansiella kriser. Teorin är dock, som tidigare nämnts, ganska svår att kvantifiera och strukturera upp med mätbar data. Det är lätt att identifiera kraftiga prisuppgångar, men framför allt är det svårt att mitt under en bubbla, då det är som mest intressant att upptäcka den, utmäta ifall tillgångar är övervärderade samt om kredittillgången är för stor i ekonomin. Dessutom är det svårt att veta om den stora prisuppgången beror på överdriven optimism på marknaden eller om investerare bara saknar tillräcklig information om de komplexa mekanismer som utgör det finansiella systemet.
- Nyckelord:** Minsky, finansiell instabilitet, finansiell kris, eufori

Innehållsförteckning

| | |
|---|----|
| 1. Inledning..... | 4 |
| 1.1. Syfte..... | 5 |
| 1.2. Metod och avgränsning | 5 |
| 2. Teori | 6 |
| 2.1. Eufori och uppkomsten av finansiell instabilitet | 6 |
| 3. Bakgrund | 11 |
| 3.1. Den svenska fastighetskrisen | 11 |
| 3.2. Asienkrisen | 13 |
| 3.3. IT-bubblan | 15 |
| 3.4. Subprime-krisen..... | 17 |
| 4. Analys..... | 21 |
| 4.1. Den svenska fastighetskrisen | 21 |
| 4.2. Asienkrisen | 25 |
| 4.3. IT-bubblan | 28 |
| 4.4. Subprime-krisen..... | 31 |
| 4.5. Sammanställning av de finansiella kriserna | 34 |
| 5. Slutsats..... | 35 |
| Referenser..... | 37 |
| Appendix | 40 |

Figurförteckning

Diagram

| | |
|--|----|
| Diagram 1. OMX Stockholm prisindex 1979-1996 (SEK, 1996 = 100)..... | 21 |
| Diagram 2. TED spread i Sverige 1987-1991 (procentenheter)..... | 23 |
| Diagram 3. Bangkok S.E.T. prisindex i Thailand 1980-2008 (baht)..... | 25 |
| Diagram 4. Privata betalningsåtaganden som procent av exporten i Thailand 1980-2008... | 26 |
| Diagram 5. NASDAQ Composite prisindex 1989-2009 (dollar)..... | 28 |
| Diagram 6. Personligt sparande som procent av disponibel inkomst i USA 1989-2008..... | 31 |
| Diagram 7. TED spread i USA 1990-2008 (procentenheter)..... | 32 |
| Diagram A1. Fastigheternas prisutveckling i Sverige 1980-1991..... | 39 |
| Diagram A2. Fastigheternas prisutveckling i USA 1890-2007..... | 39 |

Figurer

| | |
|--|---|
| Figur 1. Schematisk beskrivning över förloppet som leder till finansiell kris..... | 9 |
|--|---|

Tabeller

| | |
|---|----|
| Tabell 1. Minskys teori och den svenska fastighetskrisen..... | 24 |
| Tabell 2. Minskys teori och Asienkrisen..... | 27 |
| Tabell 3. Minskys teori och IT-bubblan..... | 29 |
| Tabell 4. Minskys teori och subprime-krisen..... | 32 |

1. Inledning

Finansiella kriser och finansiell instabilitet är inget nytt fenomen, utan har varit genomgående i historien sedan tiden långt innan industrialiseringen började. Ett tidigt exempel på finansiell kris ägde rum i Holland på 1600-talet, vilken orsakades av en spekulationsmani på tulpaner. Under 1800-talet och fram till den stora börskraschen 1929 uppstod det finansiella kriser i USA med nästan exakt tio års mellanrum. I sken av dagens finansiella kris så har man världen över börjat fråga sig varför dessa kriser är ett återkommande fenomen. I jakten på svaret på denna fråga har vilda debatter förts i media, och många teorier, gamla och nya, tagits upp. En av dessa teorier som har fått mycket utrymme i media, och som av många anses förklara uppkomsten av finansiell instabilitet och finansiella kriser, skapades av den amerikanska ekonomiprofessorn Hyman P. Minsky (1919-1996). Innevarande arbete kommer att testa Minskys teori på ett flertal finansiella kriser som ägt rum efter Minskys verksamma liv som ekonomisk forskare.

Under varje kris spenderar media och myndigheter mycket energi på att hitta syndabockar som pekats ut som skyldiga till att ha orsakat krisen. Det är enskilda människor och företags agerande som hamnar i fokus. Minsky fokuserar mindre på enskilda aktörers agerande, och mer på destabiliserande endogena faktorer inom det finansiella systemet som är gemensamma i utvecklingen av alla finansiella kriser. Minsky tillägnade därav större delen av sin forskning åt det finansiella systemets tendens att bli instabilt och krascha, vari han undersökte de bakomliggande, och i ekonomin inneboende faktorer som skapar denna instabilitet. Med Minskys terminologi inträder ekonomin, efter långvarig stabil expansion, i ett tillstånd av ”eufori”, vilken karakteriseras av överdrivet optimistiska förväntningar på framtiden. Under denna euforiska period samspelar flera processer som minskar ekonomins stabilitet och ökar dess känslighet för chocker. Vi kommer i detta arbete att fokusera på denna fas av eufori, samt i de inneboende destabiliserande processerna som leder fram till en finansiell kris.

1.1. Syfte

Syftet med vår uppsats är att testa om professor Hyman P. Minskys teori om finansiell instabilitet och uppkomsten av finansiella kriser är relevant för, och applicerbar på, moderna ekonomiska förhållanden. En sådan studie tror vi kan vara värdefull, då ifall Minskys teori om varför ekonomin blir instabil och kraschar överensstämmer med hur moderna kriser har utvecklats, kan en djupare analys av nämnd teori vara till hjälp att förstå, och i tidigt stadie identifiera, krisutvecklingens förlopp, och därmed minska de negativa effekterna vid framtida kriser. Krishantering och förebyggande åtgärder kommer inte behandlas i detta arbete, endast en analys av den process som gör ekonomin instabil baserat på Minskys teorier.

1.2. Metod och avgränsning

I innevarande arbete kommer vi använda oss av deduktiv metod för att utröna huruvida Minskys teori är relevant under de förhållanden som utgör dagens ekonomiska system. Detta gör vi genom att applicera teorin på några av de största finansiella kriserna som uppstått under senaste decennierna för att se om dagens kriser följer samma mönster som de som Minsky studerade under sin livstid. Teorin här är sammanställd ifrån diverse av Minskys böcker och artiklar som berör detta ämne. Vi har även till viss del använt oss av texter av ekonomen Charles P. Kindleberger och andra ekonomer, som förklarar, och till viss del utvecklar Minskys teorier om finansiell instabilitet.

Vi inleder arbetet med att förklara Minskys teori, med fokus på de delar som är relevanta för vår analys. Efter detta kommer vi ge en övergripande bild av de fyra kriser som vi kommer använda i vår analys. I analysdelen analyserar vi kriserna utifrån de faktorer som behandlades i teoridelen, med målsättning att identifiera om de följer liknande mönster som framträder i Minskys modell. För analysen har vi valt följande moderna finansiella kriser: den svenska fastighetskrisen, Asienkrisen, IT-bubblan, och den idag aktuella subprime-krisen. Vi har avgränsat oss till dessa fyra kriser baserat på omfattning samt att de kan anses ha anknytning till, eller har påverkat, den svenska ekonomin.

Innevarande arbete är till största del deskriptivt, men vi kommer även använda oss av ett flertal nyckeltal och tidseriedata för att kvantifiera ekonomins utveckling under den euforiska perioden som vi analyserar.

2. Teori

I detta avsnitt kommer vi presentera den teori om finansiell instabilitet och uppkomsten av finansiella kriser som utvecklades av Hyman P. Minsky under hans aktiva liv som ekonomisk forskare.

Kärnan i vad Minsky (1984) kom fram till under sin forskning är att finansiell instabilitet och tendensen att krascha är ett typisk inneboende egenskap i alla kapitalistiska ekonomier. Han pekar ut perioden av boomande ekonomi som föregår en finansiell kris, då stämningen på marknaden och i samhället karakteriseras av överdriven optimism, som den viktigaste bidragande faktorn som skapar ökad ekonomisk instabilitet och i slutändan leder till en finansiell kris. Minsky (1984) kallar den här perioden för en period av ”eufori”. Under denna period pågår flera processer i ekonomin som tillsammans skapar denna instabilitet, vilket vi kommer titta närmre på i följande stycken. Den euforiska perioden inleds generellt av en eller flera specifika händelser, vilka Minsky (1984) kallar för ”displacement”. Nedan ska förklara vad som utgör en displacement, samt titta på de faktorer som enligt Minsky destabiliserar ekonomin under den euforiska perioden. I analysdelen av arbetet kommer vi följaktligen försöka identifiera om dessa faktorer har spelat en roll i de kriser som vi har valt att analysera. Hela förloppet som förklaras i följande avsnitt illustreras i Figur 1¹.

2.1. Eufori och uppkomsten av finansiell instabilitet

När ekonomin har expanderat stabilt under en längre period, följt av en tidigare kris, och förtroendet för marknaden än en gång har blivit stort så har ekonomin, enligt Minsky (1984), en tendens att övergå i ett euforiskt tillstånd med ett överdrivet förtroende för marknaden. Denna övergång sker dock oftast inte av sig själv, utan uppstår som ett resultat av en yttre påverkan, som med Minskys terminologi kallas ”displacement”, som skapar en chock för det makroekonomiska systemet.

Den yttre påverkans karaktär kan skilja sig markant från kris till kris, det kan till exempel röra sig om spridning av en uppfinning som påverkar samhället i stort, så som järnvägen på 1800-talet eller internet på 1900/2000-talet. Det är av mindre betydelse vad som exakt utgör denna

¹ Figuren är vår egen tolkning av Minskys teori.

displacement, det väsentliga är att den måste vara tillräckligt stor och omfattande för att förändra det ekonomiska landskapet och förändra vinstmöjligheterna i åtminstone en viktig sektor av ekonomin. En sådan yttre påverkan skapar vinstmöjligheter i nya eller existerande områden, och tar bort från andra områden. Som ett resultat av detta kommer företag och individer som har besparingar eller tillgång till kredit att utnyttja de nya möjligheterna till vinst och dra sig tillbaka från de föråldrade sektorerna. Om tillräckligt mycket resurser överförs till de nya områdena kommer det att leda till ökade investeringar och produktion, vilket successivt övergår till en spekulationsvåg och ökad skuldsättning för aktörerna på marknaden. Enligt Minsky (1984) signalerar den långvariga ekonomiska uppgången till de finansiella aktörerna att "den här gången" kommer den finansiella uppgången fortsätta för evigt och man hamnar i ett tillstånd av eufori (Kindleberger, 1978; Minsky, 1984).

Den euforiska perioden karakteriseras av tre betydelsefulla faktorer som tillsammans bidrar till att göra ekonomin mindre stabil. Dessa är ökat risktagande bland företag och finansiella aktörer på marknaden, överdriven kreditgivning, samt en kraftig prisökning på realkapital (Minsky, 1984). Dessa faktorer varierar ständigt i takt med att ekonomin går upp och ner, men det Minsky menar är att de under euforin ökar till den grad att de inte på något sätt kan förklaras av fundamentala faktorer. Därav kan man för dessa perioder ofta inte hitta några rationella orsaker, såsom förändringar i räntenivån eller informationstillgänglighet, som ensamma kan förklara den överdrivna kreditgivningen eller prisuppgången.

Ökat risktagande eskalerar successivt under, och innan, den euforiska perioden, och orsakas ofta av ett flertal faktorer. Minsky delar in graden av riskbenägenhet för investeringsbeslut i tre klasser; hedge-, spekulativ och Ponzi-finansiering. Hur pass riskaverta företag och finansiella aktörer är beror till stor del på klimatet på marknaden för tillfället. Under och precis efter en kris är marknaden instabil och de flesta försöker skydda sina investeringar, och tillämpar därför hedge-finansiering med låg skuldsättningsgrad och stor andel riskfria investeringar. När ekonomin har återhämtat sig och förtroendet för marknaden har stärkts börjar företag ta större risker vad gäller investeringsobjekt och skuldsättningsgrad, och övergår då till vad Minsky (1984, 1986) kallar spekulativ finansiering. När ekonomin har trätt in i den euforiska perioden med snabbt ökade vinstmöjligheter och risken för ekonomisk tillbakagång känns mycket avlägsen så ökar risktagandet allt mer, och övergår till stor del i ren spekulativ finansiering. Under denna period ökar företagets skuldsättningsgrad kraftigt, vilket eliminerar de säkerhetsmarginaler, som vanligtvis finns i form av skillnaden mellan intäkter

och löpande betalningsåtagande, och som skyddar mot likviditetsbrist vid avbrott i kassaflödet. Utan säkerhetsmarginaler kan varje utebliven inbetalning orsaka likviditetsbrist och betalningssvårigheter för företaget. Denna fas kallar Minsky (1984, 1986) för Ponzi-finansiering, och det är under denna fas som ekonomin är som mest instabil och benägen att krascha.

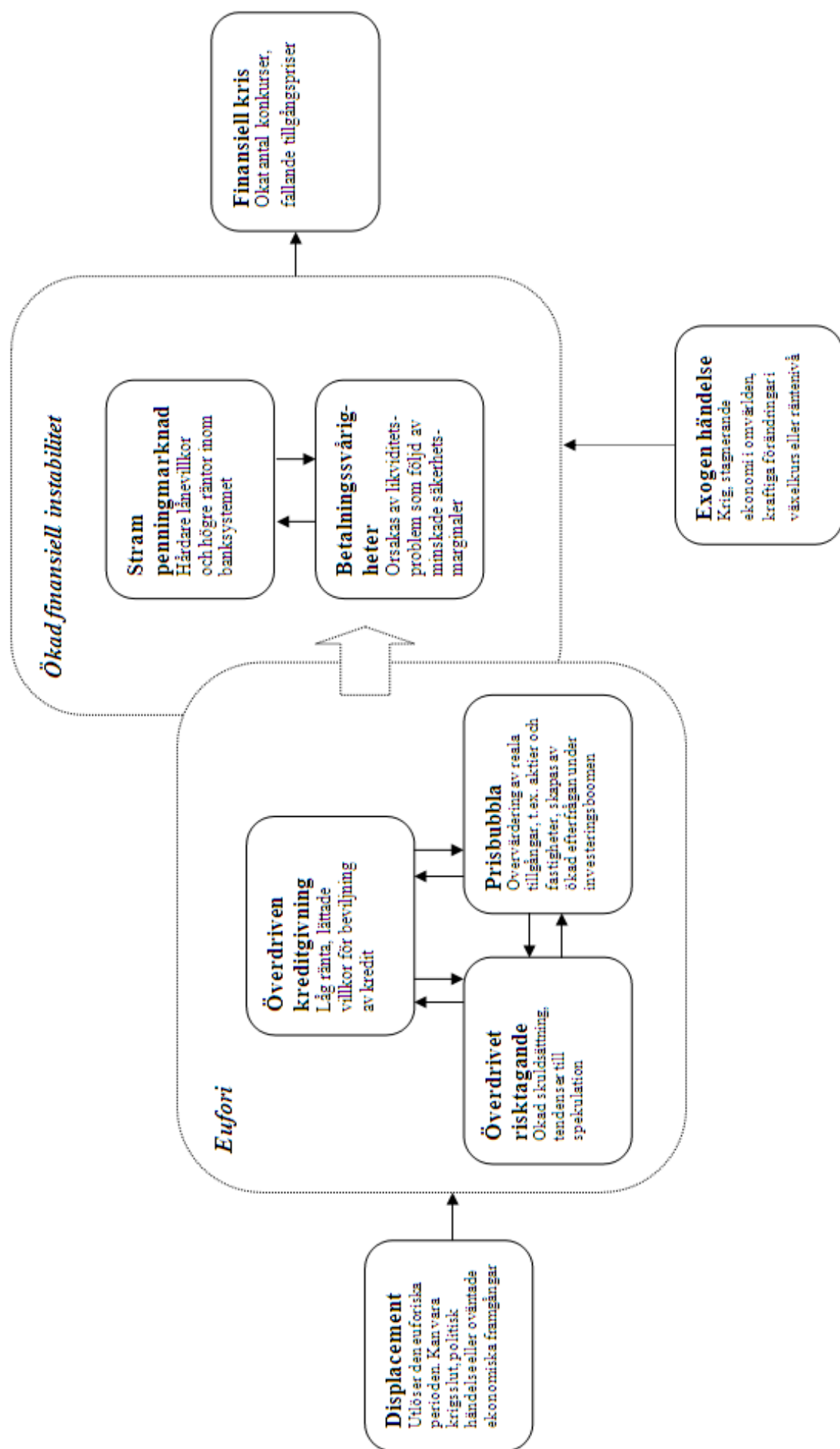
Under den euforiska periodens Ponzi-finansiering är, som nämntes ovan, det främsta tecknet på ökat risktagande den ökade skuldsättningsgraden bland företag och finansinstitut. Ökad skuldsättning är ett effektivt sätt att finansiera investeringar, men samtidigt som det ökar de löpande betalningsåtagandena som företaget måste göra. I den boomande ekonomin ökar efterfrågan på kapital för att kunna fortsätta göra investeringar, och för det krävs en låg och stabil ränta för att det ska löna sig att låna, mindre stränga lånevillkor, samt möjlighet att lätt omfinansiera lånen när de förfaller. I en euforisk ekonomi godtas ofta de beräknade framtida vinsterna som säkerhet för lån. Kreditgivarna måste därför även de vara fångade av det euforiska klimatet, och tillgodose den snabbt ökande efterfrågan på kredit. Eftersom risktagandet samt tillgången på kredit ökar, så ökar även efterfrågan på aktier och andra investeringsobjekt, vilket leder till en prisökning på dessa tillgångar. Detta leder till en investeringspiral, då de växande tillgångspriserna ökar intresset för investeringar, samt ger incitament för aktörerna att öka sin skuldsättning för att kunna finansiera ytterligare investeringar, vilket fortsätter öka efterfrågan och priset på de reala tillgångarna. Kreditgivarna är själva medvetna om prisuppgången och blir allt mer benägna att bevilja lån för att få sin del av kakan. Dessutom förekommer få fall av betalningssvårigheter under denna boomande period, vilket gör att de flesta företag saknar betalningsanmärkningar och således kan omfinansiera sina lån utan problem. Under Ponzi-finansieringsfasen fortsätter priserna att stiga utan tecken på avmattning, allt fler lån blir beviljade med förväntad framtida avkastning som säkerhet, företagen och finansinstitutens skuldsättningsgrad fortsätter öka, och spiralen fortsätter (Minsky, 1984).

Ovan beskrivna förlopp har en destabiliserande effekt på ekonomin. För att kunna fortsätta investera under rådande boom krävs mycket kapital, vilket tillgodoses genom nya lån. För att maximera sitt rörliga kapital ökar därför företagen sin skuldsättningsgrad till det yttersta, vilket, som tidigare nämnts, minskar företagens säkerhetsmarginal, och gör dem mer känsliga för avbrott i kassaflödet, som då kan påverka deras likviditet och betalningsförmåga. Då hela ekonomin befinner sig i detta tillstånd av eufori växer antalet företag med mindre

säkerhetsmarginaler, vilket gör att hela systemet blir känsligt för chocker, som under hedge- och spekulativ finansiering endast skulle påverka enskilda företag. Under euforin kan däremot ett enskilt företags betalningssvårighet, då ekonomins aktörer är nära sammankopplade, skapa en dominoeffekt som ger alla andra företag utan säkerhetsmarginaler likviditetsproblem och betalningssvårigheter. Efter hand sprider sig denna effekt även till kreditgivarna, som har ökat sin risk genom att ha ett stort antal utstående lån som saknar täckning utöver förväntningar om framtida intäkter (Kindleberger, 1978; Minsky, 1984).

I denna fas börjar kreditgivarna inse att de är exponerade för oönskad risk, då allt fler låntagare får svårigheter att betala ränta på lånen. För att skydda sig höjer de räntan och skärper villkoren för att bli beviljade ytterligare lån. Det skapas en så kallad stram penningmarknad, där tillgången på kredit minskar. Den strama penningmarknaden kan även utlösas av en exogen händelse, så som krig eller ekonomiska problem i närliggande länder, men resultatet på den inhemska marknaden blir det samma. Allt fler företag får betalningssvårigheter på grund av bristande kassaflöde samt att det blivit svårare att omfinansiera sina lån. Detta leder till en negativ spiral där företag inte kan betala av sina lån, vilket gör att kreditinstituten höjer räntorna och skärper villkoren, allt fler företag får följaktligen betalningssvårigheter och den negativa spiralen fortsätter. I detta tillstånd av extrem ekonomisk instabilitet ökar risken för att en finansiell kris ska utlösas. Ofta är den utlösande faktorn att den allmänna likviditetsbristen har nått sådana proportioner att en storbank eller ett stort kreditinstitut har fått betalningssvårigheter och riskerar att gå under. En sådan nyhet sänder chockvågor genom hela ekonomin, och krisen är ett faktum (Minsky, 1984).

Figur 1. Schematisk beskrivning över förloppet som leder till finansiell kris



3. Bakgrund

3.1. *Den svenska fastighetskrisen*

Den svenska fastighetskrisen var en djup kris som drabbade Sverige under 1990-talet. Krisens rötter sträcker sig till 1950-talet, då man valde att inta en politisk inriktning som främjade låga räntor. För att värna om denna lågräntepolitik så införde man omfattande regleringar som medförde att hushållens och företagens belåning kraftigt begränsades. I mitten av 80-talet kom denna situation att förändras då Riksbanken den 21 november 1985 avskaffade regleringen av bankernas utlåning. Efter Novemberrevolutionen, som avregleringen även kallades, kunde istället efterfrågan och utbud mötas och de tidigare begränsade krediterna utökas. Den förväntade realräntan² låg ett tag kring noll procent och detta gav i sin tur upphov till en ökad efterfrågan (Fregert et al., 2005). De nya krediterna placerades i reala tillgångar som exempelvis aktier och fastigheter, vilket ledde till en prisstegring inom dessa marknader. Inte nog med det så kunde de ökade tillgångspriserna i sin tur utnyttjas som säkerhet för ytterligare belåning.

Priserna för fastigheter ökade avsevärt under 80-talet och kommersiella fastigheter uppvisade den största ökningen. Om än inte lika tydlig ökning så kunde man även se prisökningar för småhus och flerbostadshus efter avregleringen, där de nominella priserna steg med 100 respektive 240 procent (Jaffee, 1994). Även om de nominella prisökningarna var så pass höga så var samtidigt inflationen hög, och när man tar hänsyn till inflationen och beräknar de reala prisstegringarna så var uppgången inte lika anmärkningsvärd. För småhus var där under 1980-talet knappt någon real prisökning överhuvudtaget. Men som helhet fanns där tillika en real prisuppgång och då framförallt för kontorsfastigheter och fastigheter i attraktiva regioner. Ett tydligt exempel är kontorsfastigheterna i Stockholm som ökade med 352 procent mellan 1980 och 1989 (Jaffee, 1994).

Prisstegringarna var inte unika för fastighetsmarknaden och kunde även ses på Stockholmsbörsen där kurserna under 1980-talet steg med 1144 procent samtidigt som världsgenomsnittet låg på 333 procent (Kokko, 1999). Den största ökningen tillskrivs 80-

² Ex ante; räntan efter skatt och förväntad inflation.

talets senare hälft och enligt Riksbanken ökade genomsnittet av olika tillgångspriser med 70 procent mellan 1985 och 1990 (Fregert et al., 2005). Aktiemarknaden och de kommersiella fastigheterna var de tillgångar som uppvisade den mest anmärkningsvärda prisuppgången.

Den exceptionella prisuppgången kunde inte pågå för evigt och i början av 1990 hördes röster om ett förväntat prisfall inom en snar framtid. Så länge inflationen var hög så gjorde det inget om även räntan var hög, eftersom den reala räntan blev lägre på grund av inflationen. Regeringen hade tidigare valt att devalvera, men under senare tid hade man ändrat inriktning, där inflationsbekämpning och prisstabilitet stod på agendan (Fregert et al., 2005). När regeringen istället valde att bekämpa inflationen så försämrades villkoren för de lånefinansierade investeringarna och detta skulle oundvikligen ha en inverkan på såväl aktie- som fastighetsmarknaden, eftersom det blev dyrare lån för låntagarna när realräntan steg.

Ungefär samtidigt som fastighetskrisen startade rasade även kurserna på börsen, men fastighetsmarknaden med dess bolag var av dem som drabbades värst. När bolagen inte kunde betala sina lån till banker och finansiella aktörer så spred sig krisen till finansmarknaden. Ett tidigt tecken för finanskrisen var när finansbolaget Nyckeln den 25:e september 1990 meddelade att man för samma år befarade 250 miljoner kronor i kreditförluster (Kokko, 1999). Nyckeln uteblev med sina betalningar och bankerna blev alltmer skeptiska till förnyelse av finansbolagens kortfristiga papper, vilka finansbolagen i sin tur använde till att finansiera sin långsiktiga utlåning. Flera finansbolag följde i Nyckelns spår och försattes så småningom i konkurs då de inte fick tillräckligt med kapital från sina ägare för att täcka sina kreditförluster.

På grund av dåliga fastighetslån och aktieköp drabbades flertalet banker av samma problem som finansbolagen. De tre storbankerna Nordbanken, Första Sparbanken och Gota Bank gick i konkurs och aktiekurserna för de två största bankerna, S-E-Banken och Handelsbanken, föll med omkring 80 procent. Situationen förvärrades av skattereformen år 1991, samt försvaret av kronan, som skapade en förstärkt negativ effekt på tillgångspriserna. Mellan 1990 och 1993 försvann två tredjedelar av finansbolagen från marknaden, och de sammanlagda kreditförlusterna uppskattades till omkring 200 miljarder kronor. Tre fjärdedelar av Stockholmsbörsens fastighetsbolag noterade under 1980-talet gick i konkurs eller fick rekonstrueras. Även inom aktiemarknaden var krisen definitivt synlig, där börskurserna närmare halverades mellan 1990 och 1994. Under krisens år gick staten in och hjälpte till med

lån, kapitaltillskott och garantier till några av de större bankerna. Nordbanken och Gota Bank blev helt statsägda, och Första Sparbanken och Föreningssparbanken tog emot stora statliga stöd. I slutet av 1993 uppskattades den sammanlagda kostnaden för staten till omkring 74 miljarder kronor (Kokko, 1999).

Inte bara fastighets- och finanssektorn drabbades hårt av krisen - efter följde en valutakris och en realekonomisk kris. Priset på tillgångarna innebar fallande privatkonsumtion och minskade investeringar hos företagen (vilka halverades mellan 1989 och 1993). Den realekonomiska krisen innebar en ökad arbetslöshet och real BNP minskade med sammanlagt sex procent mellan 1991 och 1993. Alla dessa faktorer tillsammans resulterade i ökade statsutgifter, minskade skattintäkter och ett växande statligt budgetunderskott (Kokko, 1999).

3.2. *Asienkrisen*

År 1997 drabbade en kraftig finansiell kris flera asiatiska länder, framför allt de länder som under 90-talet haft hög tillväxt, de så kallade ”asiatiska tigrarna”. Innan krisen i Asien bröt ut uppvisade aktie- och fastighetsmarknaden tecken på en spekulationsbubbla. Sedan tidigt 1980-tal hade ett flertal asiatiska länder en uppåtgående tillväxttakt som kom att ge upphov till stigande aktie- och fastighetspriser, vilket medförde att det med tiden uppkom allt fler fastighets- och finansbolag. Investeringar och affärer finansierades med hjälp av lån tecknade med fastigheter och börsportföljer som säkerhet. Dessa underliggande säkerheter var värderade långt över sitt verkliga marknadsvärde. Regionens tillväxt gjorde den intressant för utländska investeringar. Detta ledde till ett ökat inflöde av utländskt kapital, vilket i sin tur ytterligare gav upphov till den växande bubblan (Kokko, 1999).

Till en början var det huvudsakligen Japan som bistod med direktinvesteringar i regionen, men i samband med avregleringen av kapitalmarknaderna, vilka påbörjades 1989 med syfte att locka till sig mer utländskt kapital, blev USA den främsta investeraren i regionen. Under 80-talet bestod kapitalinflödet främst av direktinvesteringar, men under 90-talet utgjordes det till största del av banklån och portföljinvesteringar (De Vylder, 1999).

Exporttillväxten som varit den drivande faktorn till Sydostasiens framgångar under tidigt 90-tal visade tendens på avmattning redan 1995 och kom att stagnera 1996. Orsakerna till den fallande exporten var framförallt stagnationen i den japanska ekonomin, Kinas devalvering

1994, samt de sydostasiatiska valutornas appreciering. Apprecieringen i sin tur berodde på att flertalet valutor var knutna till den stigande dollarkursen, men även flytande valutor apprecierades på grund av ökade produktionskostnader till följd av stigande tillgångspriser (De Vylder, 1999).

Då det är aktieägarna, och inte långivarna, som bär den största risken vid finansiell oro, var det naturligt att det var aktiemarknaderna som var tidigast med att reagera på den avtagande ekonomin. Fallande priser gjorde att låntagarna fick problem med kassaflödena och långivarna upptäckte att deras säkerheter var mindre värda än väntat. Oron ökade framförallt bland de utländska investerarna (Kokko, 1999).

Krisen började i Thailand den 2 juli 1997, då thailändska Bath över en natt förlorade 25 procent i värde gentemot den amerikanska dollarn. Frånvaro av tillväxt och fallande priser hade fått de utländska investerarna att backa, vilket ledde till kapitalbrist i Thailand, och sedan i de övriga asiatiska länderna. Många inhemska företag fick därmed likviditetsproblem då de inte kunde förnya sina lån. Således minskade även efterfrågan på den thailändska valutan som var knuten till fast växelkurs. Det var bara en tidsfråga innan valutareserverna skulle ta slut, och Thailand ställdes inför valet att låta valutan flyta, alternativt devalvera. I juni 1997 släpptes valutan fri och sjönk genast snabbt i värde. Valutakrisen förvärrade krisen som hade satts igång av de fallande aktie- och fastighetsmarknaderna. I samband med valutans depreciering ökade utlandsskulderna, och då det redan rådde brist på kapital och likviditet på grund av avsaknaden av nyinvesteringar, så minskade istället produktionen och sysselsättningen med en realekonomisk kris som följd. De utländska investerarna insåg att resterande sydostasiatiska länder hade liknande brister i sina finansiella system som Thailand, vilket snabbt spred oro om att krisen skulle spridas även dit. Till följd av detta upphörde kapitalinflödet till regionen, och krisen spreds vidare till länder som Indonesien, Malaysia och Sydkorea med flera (De Vylder, 1999; Kokko, 1999).

3.3. *IT-bubblan*

IT-bubblan är en benämning som i efterhand lagts på den tidsperiod som sträcker sig från mitten av 90-talet fram till början av 2000-talet. Under denna period blev relativt nystartade bolag inom internet- och mobiltelefonisektorn orealistiskt högt värderade och växte sig stora på kort tid. Bubblan sprack 2001 när det blev allt mer uppenbart att dessa företag inte kunde leva upp till förväntningarna på dem, samt att flera av dem inte hade något reellt värde över huvud taget.

Stigande börskurser för företag såsom America Online, Netscape och Yahoo! var ett välkänt faktum in på mitten av 90-talet. Det var inte bara IT-relaterade bolag som uppvisade en värdestegring, utan hela aktiemarknaden fick ta del av ett ökat kapital. Under de första fyra månaderna av 1996 satte amerikanska hushåll in totalt 100 miljoner dollar i aktiefonder. Vilket är mycket i jämförelse med exempelvis 1990 då 12 miljoner dollar sattes in under hela året. Med en sådan ökning av kapitalet på aktiemarknaden så följde inte oväntat en börsuppgång. Från början av 1995 och till slutet av maj 1996 steg Dow Jones med 45 procent, och Nasdaq med 65 procent (Cassidy, 2002). I samband med denna starka uppgång började röster höras om tendenser för en spekulativ bubbla. Ena sidan representerad av skeptiker som redan menade att aktierna var långt övervärderade, och den andra sidan som menade att metoderna för aktievärdering var föråldrade och borde överges. Men skeptikerna fick det allt svårare då kurserna trots allt fortsatte att stiga (Cassidy, 2002).

År 1994 var första året under en längre period som den amerikanska centralbanken höjde räntan, och Dow Jones föll snabbt. Morgonen därefter uttalade sig Alan Greenspan om att de förmodligen lyckats hindra en bubbla. Sommaren två år senare under 1996 ställdes han inför samma situation. Denna gång var han inte lika positiv till en räntehöjning. Under föregående år hade amerikanska centralbanken sänkt räntan från 6,0 till 5,25 procent (Datastream, 2009), vilket hade hjälpt marknaden att stiga. Arbetslösheten i USA föll till 5,5 procent. Greenspans kollegor anade en kommande inflation och önskade därför en höjning av räntan. Greenspan var dock av annan åsikt och trodde, liksom flertalet på Wall Street, att produktiviteten hos företagen och arbetarna faktiskt ökat, och att det bara var en tidsfråga innan den officiella statistiken skulle bekräfta detta. Om så vore sant skulle ekonomin kunna fortsätta växa utan risk för inflation. Greenspan hyste dock viss oro för övervärdering på aktiemarknaden men uttryckte under ett tal på *American Enterprise Institute* den 5:e december 1996 att man inte riktigt kan veta om en tillgång är övervärderad eller inte (Cassidy, 2002).

Detta svaghetstecken från centralbanken sände en negativ signal till världens aktiemarknader, och när börserna öppnade dagen efter föll kurserna. Marknaden återhämtade sig däremot snabbt och med några veckor in på 1997 uppnådde Dow Jones-indexet en ny toppnotering genom att passera 7000 punkter. Optimismen fortsatte och lagom till firandet av den amerikanska självständighetsdagen den 4:e juli så närmade sig Dow Jones 8000 punkter (Datastream, 2009). Den amerikanska ekonomin uppvisade lovande siffror. Under första kvartalet av 1997 var BNP-tillväxten den högsta på nio år – med en årlig tillväxt på mer än 5 procent, KPI ökade med knappt 2,2 procent, och arbetslösheten på 4,9 procent var den lägsta sedan 1979. De officiella produktivitetssiffrorna under andra kvartalet av 1997 uppvisade en årlig ökning på 2,7 procent, vilket var mer än dubbelt så mycket jämfört med genomsnittet för de senaste två decennierna (Cassidy, 2002).

Efter Greenspans tal tillsattes en utredning för att undersöka om det gick att avgöra när en stigande aktiemarknad övergick i en spekulativ bubbla. Slutsatsen var att det inte fanns någon bra metod att klargöra det på förhand. Även om aktiemarknaden var en bubbla så ställde Greenspan sig tveksam till om den amerikanska centralbanken borde ingripa. Han menade att det i teorin är det enkelt att höja räntan precis tillräckligt för att upphäva övervärderingen, men i praktiken är det svårare, och risken finns att ett ingripande enbart förvärrar situationen och skapar en nedåtgående spiral. Greenspan stod kvar vid att centralbanken endast skulle ägna sig åt sin traditionella roll; att hålla inflationen stabil. Han ansågs sig även vara beredd på att hantera en eventuell börskrasch, Vilket han hade erfarenhet från då amerikanska centralbanken, efter börskraschen i oktober 1987, genom kraftiga räntesänkningar fick in mer pengar i ekonomin och lyckades undkomma en efterföljande recession (Cassidy, 2002).

Under 1997 började Asienkrisen. Krisen hade försatt de asiatiska länderna i en djup recession, och i mitten av 1998 var Greenspan orolig att en höjning av räntan skulle försvåra läget i Asien. Räntan som varit nästintill oförändrad de senaste tre åren såg inte ut att bryta den trenden, men under slutet av 1998 föll aktiemarknaden och centralbanken sänkte räntan vid två tillfällen. Därefter återhämtade sig aktiemarknaderna igen och steg till nya rekordnivåer (Cassidy, 2002).

Greenspan (2007) beskriver det sista året på millenniet som ett vilt år för de amerikanska marknaderna, mycket på grund av att man inte påverkats nämnvärt av den asiatiska krisen. I

december 1999 hade NASDAQ närmare dubblats under året som gått. Under samma period hade Dow Jones ökat med runt 20 procent. Greenspan (2007) menar att även om det var en tydlig bubbla, skulle en ränteökning kunna orsaka en omfattande ekonomisk kris – resultatet skulle snarare kunna bli kontraproduktivt. Han ansåg därför att det bästa centralbanken kunde göra var att stå fast vid sitt mål att stabilisera inflationen. Detta för att minimera skadan vid en eventuellt kommande krasch. Trots denna inställning så höjde de räntan från 4,75 till 6,5 procent under förloppet av ett år från sommaren 1999 (Datastream, 2009).

Under år 2000 gick flera uppmärksammade IT-företag under samtidigt som ekonomin i helhet hade börjat mattas av, vilket blev den utlösande faktorn för kraschen. Cassidy (2002) ser räntehöjningen som en viktig förklaring till denna nedgång, medans andra, bland dem Elmbrant (2005), anser att investerarna började förlora förtroendet för många av IT-företagen som fortsatte uppvisa förluster. Mellan mars och slutet av år 2000 förlorade NASDAQ 50 procent av sitt värde (Datastream, 2009). Kraschen blev omfattande och ledde till stora ekonomiska förluster och stor arbetslöshet inom IT-sektorn över hela världen.

3.4. Subprime-krisen

Den kris som i skrivande stund fortfarande råder har blivit döpt till subprime-mortgage-krisen, vilket syftar till den främsta bakomliggande faktorn till krisen. Subprime-lånen var en särskild kategori av lån som utvecklades för mindre välbeställda människor, och som hade förmånligare villkor och lägre ränta, i synnerhet under den första tiden. Krisen började utvecklas i slutet på 80-talet under Reagans avregleringar inom den finansiella sektorn. Regleringar som funnits kvar sedan New Deal under 1930-talets depression. ”The Gramm-Leach-Bliley Act” år 1999 kom att ytterligare utöka bankers rättigheter att utföra nästan alla sorters finansiella aktiviteter. Krisen kulminerade sommaren 2007 (Kregel, 2008).

Kregel (2008) belyser subprime-lånens komplexitet och menar att det var flera bakomliggande faktorer som samverkade för att krisen skulle kunna tillkomma. I samband med avregleringarna kunde banker bland annat börja stryka risken som ett huslån innebär från sina balansräkningar genom att omvandla dem till värdepapper. Vanligtvis genom att skapa en egenstående avgränsning, en så kallad Special Purpose Entity (SPE), och sälja vidare till investerare världen över. Detta gällde inte bara huslån, men de utgjorde merparten av dessa värdepapper. Dessa lånebaserade värdepapper, framförallt Collateral Debt Obligations (CDO) och Mortgage Backed Securities (MBS), klumpades ihop för att sprida risken, och styckades

sedan upp i ett stort antal värdepapper som gav avkastning baserade på räntan som betalades på lånen. Lånebaserade värdepapper hade varit i omlopp under flera årtionden innan krisen kom, och hade inneburit en relativt säker investering med hög avkastning. De värdepapper som var baserade på subprime-lånen tillkom ganska sent, men blev snabbt populära och fick stor spridning (Kregel, 2008).

Osäkra huslån klumpades ihop, delades upp och gjordes om till värdepapper med diversifierad risk, och man började att underskatta riskerna. Det fanns en tro att någon annan hade kontroll över situationen och skulle rätta till eventuella misstag. Men det var ingen som hade kontroll. Globala investerare var inte införstådda om de egentliga riskerna som förelåg värdepappren som de köpte på Wall Street. Kinas enorma tillväxt och intåg i WTO 2001 hade lett till prisminskning av varor i USA, varför centralbanken var rädd för deflation, och bekämpade den med låga räntor under lång tid. På grund av detta och en stark dollar, fick USA en allt ojämnare handelsbalans med övervägande import, vilket förde enorma mängder dollar utomlands. Mycket av kapitalet som strömmade ut ur USA återinvesterades, först i U.S. Treasury bonds, och senare i allt större utsträckning i värdepapper baserade på amerikanska huslån, då dessa verkade allt mer lukrativa i förhållande till U.S. Treasury bonds. CDO:erna med andra värdepapper marknadsfördes som mycket säkra, bara snäppet osäkrare än U.S. Treasury bonds, men med betydligt högre avkastning (Zandi, 2008).

Det är strukturen som gjorde det möjligt för krisen att äga rum, men det krävdes flera andra faktorer för att krisen skulle bli ett faktum. Ett problem som det har skrivits mycket om var att den lukrativa handeln med CDO:er och andra skuldbaserade värdepapper gav upphov till moral hazard i form av att den gav incitament om att sänka kraven på låntagare för att kunna öka antalet lån, som i sin tur skulle kunna omvandlas till värdepapper och säljas vidare (Kregel, 2008; Ee et al., 2008; Zandi, 2008). Under vanliga omständigheter finns det mycket höga krav på säkerhet och stabil inkomst för att en person ska bli beviljad ett lån, i synnerhet ett stort lån som krävs för att köpa ett hus. Då detta var en begränsande faktor för finansinstituten och bankerna, för vilka de lånebaserade värdepapperna hade blivit en betydande inkomstkälla, sänktes successivt kraven på låntagarna för att säkerställa inflödet av nya lån, och allt fler former av subprime-lån skapades efter hand. Fram mot 2006-2007 fanns det till och med lån som beviljades till människor som saknade fast inkomst eller tillgångar, så kallade "ninja-loans" (no income, no job, no assets). Subprime-lånen innebar i många fall att låntagaren praktiskt taget var befriad från att betala ränta de första åren, vilket kompenserades

med en högre ränta efter att den inledande fasen hade löpt ut. USA befann sig vid denna tid i en fastighetsbubbla, och det förväntades att husen skulle fortsätta att stiga i värde även framöver, varför bankerna i många fall godtog husen som enda säkerhet för lånen. Denna optimism fanns även hos låntagarna, som var övertygade om att lånen skulle kunna återfinansieras med husets ökade värde som säkerhet (Kregel, 2008; Zandi, 2008).

Ett annat problem med handeln och utfärdandet av de lånebaserade värdepapperna var svårigheten att värdera dem. Denna funktion hade blivit överförd till kreditvärderingsinstitut, i synnerhet Standard & Poor's. Värderingen baserades på informationen om låntagarna som värderingsinstituten fick ifrån bankerna. Problemet var värdepappernas komplexitet, vilket gjorde att det var ytterst få människor som verkligen förstod hur de var strukturerade, samt att bankerna använde sig av standardiserade formler för att bestämma hur kreditvärdig en låntagare var, vilket ofta inte överrenstämde med verkligheten. Detta resulterade i att ett stort antal värdepapper, som hade blivit rankade i värderingskategori AAA av kreditvärderingsinstituten, i verkligheten till stor del bestod av subprime-lån som hölls av högst osäkra låntagare (Zandi, 2008).

Den låga räntan var en annan viktig faktor. Räntan hade sänkts markant 2001 för att förhindra en deflation, som befarades på grund av den stora inströmningen av billiga varor ifrån Kina. Den låga räntan, tillsammans med de lättade villkoren för att beviljas lån, bidrog till att skynda på fastighetsbubblan. Många människor som tidigare inte haft möjlighet att köpa hus kunde nu bli beviljade lån med låg initial ränta som de var förmögna att betala, och den förväntade fortsatta värdeökningen av fastigheterna skulle garantera återfinansiering av lånen med bara huset som säkerhet (Zandi, 2008). De låga räntorna gav även upphov till ökad spekulation som ytterligare höjde fastighetspriserna. Fastighetspriserna steg med 50 procent från 2001 till 2006 (Ee et al., 2008) Majoriteten av subprime-lånen var så kallade ARM-lån, Adjustable Rate Mortgages, där räntan var rörlig. ARM-lånen hade ofta en initial period med en ränta som låg under fyra procent, men som sedan ökade markant, och ibland dubblade månadskostnaden för låntagaren (Zandi, 2008). Sommaren 2004, då räntan var nere på cirka en procent, började amerikanska centralbanken höja räntan kontinuerligt fram till att den nådde 5,25 procent sommaren 2006 (Datastream, 2009).

Förloppet som ledde fram till krisen inleddes 2006-2007 då en stor mängd låntagare med subprime-lån var oförmögna att betala de höjda räntorna, samt att de inte kunde återfinansiera

lånen då värdeökningen på fastigheter hade stagnerat (Kiff et al., 2007). Banker fick i dessa fall ta över låntagarnas hus. Detta ledde till en negativ spiral, då husmarknaden utökades av alla de hus som återtagits av bankerna, det vill säga att utbudet ökade. Bankerna fick samtidigt likviditetsbrist på grund av det minskade kassaflödet från de obetalda lånen, och fick höja räntorna och lånevillkoren för att skydda sig. Följaktligen blev det svårare att beviljas lån, vilket minskade efterfrågan på husmarknaden, och huspriserna började falla. Då bankerna höjde räntorna och huspriserna fortsatte falla, var det allt fler låntagare som inte kunde betala eller återfinansiera sina lån och förlorade sina hus till bankerna. Allt fler hus kom tillbaka på marknaden, allt färre kunde få lån för att köpa hus, och huspriserna föll ännu mer. Då bankerna inte kunde sälja ut de övertagna husen ökade deras likviditetsproblem (Zandi, 2008).

Vid det här laget hade lånebaserade värdepapper blivit en vanlig del i investerarens portföljer världen över, och för flera stora banker utgjorde dessa värdepapper merparten av deras investeringar. När stora mängder subprime-lån blev värdelösa 2006-2007 började lånebaserade värdepapper som till stor del bestod av subprime-lån att minska i värde, och många finansinstitut och banker började göra stora förluster. Första storbanken som höll på att gå under var Bear Stearns, som hade varit ledande på den lånebaserade värdepappersmarknaden, då de meddelade att deras två stora subprime-hedges hade förlorat nästan allt värde sommaren 2007 (Zandi, 2008). Bear Stearns fick ett akut lån av den amerikanska centralbanken, men det var inte tillräckligt, och i mars 2008 blev Bear Stearns, vars aktier bara ett år tidigare hade handlats för 172 USD på börsen, utsålda till JP Morgan Chase för 10 USD per aktie (JPMorgan, 2008).

Nyheten om Bear Stearns och subprime-krisen i USA fick finansiärer världen över att omvärdera sina portföljer som innehöll lånebaserade värdepapper. Marknaden blev översvämmad av CDO:er och liknande värdepapper, vilka snabbt förlorade i värde och många blev värdelösa. Många företag och finansinstitut världen över hade stora delar av sina portföljer bestående av lånebaserade värdepapper, som nu blev värdelösa, vilket ledde till betalningssvårigheter och stram penningmarknad i allt fler länder. Storbanker och finansinstitut som investerat i lånebaserade värdepapper rapporterade i juli 2008 förluster på 435 miljarder USD. Krisen förvärrades ytterligare när Storbanken Lehman Brothers ansökte om konkursskydd i september 2008 (Fineman et al., 2008).

4. Analys

4.1. *Den svenska fastighetskrisen*

I analysen av den svenska fastighetskrisen börjar vi med att titta på avgörande händelser som kan ha initierat fastighetsbubblan, och som skulle kunna identifieras med Minskys föreställning om en displacement. En faktor som i stor utsträckning bidrog till att fastighetspriserna steg i den omfattning som de gjorde var de förändringar som pågick i samhället under 80-talet. Den långa stabila ekonomiska uppgången och övergången från produktionssamhället till tjänstesamhället, med ökande antal kontorsanställda³ och följaktligen ett ökat behov av större kontorsyta, vilket kraftigt ökade efterfrågan på kommersiella fastigheter. Även den teknologiska utvecklingen hade en inverkan på efterfrågan på större kontorsyta i takt med att man på kontor började använda allt fler datorer, kopieringsmaskiner och andra skrymmande tekniska innovationer.

En annan faktor som skulle kunna identifieras som displacement är avregleringen av kreditmarknaden i mitten av 80-talet, vilken ledde till en markant ökad tillgänglighet till kredit och sedermera en ökad skuldsättning inom den privata sektorn. Detta syns väldigt tydligt om man bland annat jämför den genomsnittliga lånestocken för hushåll och företag under femårsperioden före avreglering (1980-1985) med femårsperioden efter avreglering fram till krisen (1985-1990). Under första perioden var den genomsnittliga lånestocken 62 miljarder kronor, under perioden efter avregleringen var den 207 miljarder kronor (Fagerfjäll et al., 2005). Fastighetsmarknaden blev allt mer tilltalande för investerare, och tack vare avregleringen fick de betydligt mer kapital att röra sig med, och kunde därmed ha en stor påverkan på fastighetspriserna. Den ökade skuldsättningen visar att investerare blev mer riskbenägna under denna period av ekonomisk uppgång och still tillgång på kapital.

Vi kan antyda att en ökad efterfrågan till följd av ett ökat ytbehov samt kreditmarknadens avreglering kan sammankopplas med vad Minsky avser som displacement. Frågeställningen som följer är däremot om en stabil ekonomisk uppgång med låg och stabil realränta övergått i en slags euforisk optimism, där fundamenta och rationellt agerande lagts åt sidan till förmån för spekulation och övervärdering. Att priserna kraftigt ökade för aktier och fastigheter under 80-talet är ingen nyhet, vilket tydligt illustreras i Diagram 1 som visar Stockholmsbörsens

³ Antalet kontorsanställda under 80-talet ökade med 3 procent om året (Jaffe, 1994).

prisutveckling, och Diagram A1 i appendix som visar fastighetsprisernas utveckling, men frågan är om prissättningen i sig baserades på underliggande fundamentala faktorer.

Diagram 1. OMX Stockholm prisindex 1979-1996 (SEK, 1996 = 100)



Källa: Datastream (2009)

Om man nu övergår till utvecklingen under boomen så kan vi etablera att det fanns stor tillgång på kapital på grund av avregleringarna, och hushållen och företagen var villiga att låna mer än de tidigare kunnat givet den låga räntenivån då det var förmånligt att låna, vilket tillsammans med ett ökat utbud förklarar den överdrivna kreditgivningen under denna period. Utbudet förändrades eftersom långgivare, banker och andra finansiella aktörer hamnade i en mer öppen och konkurrensutsatt situation, och kampen om marknadsandelar orsakade en kreditexpansion (Fregert et al., 2005). Därför kan man möjligen tänka sig att den ökade kreditgivningen, som sedermera investerades i och orsakade prisuppgången för de reala tillgångarna, till viss del kan förklaras av fundamentala faktorer. En viss förklaring kan även vara bristfälliga kunskaper om riskhantering hos såväl kreditgivare som låntagare då dessa tidigare verkat under, och begränsats av, regleringarna inom finanssektorn.

Samtidigt var situationen något annorlunda inom fastighetssektorn där spekulation mycket väl kunnat vara en faktor som bidrog till prisökningen. Jaffee (1994) menar att det finns stora möjligheter för spekulationsvinster för kommersiella fastigheter eftersom marknaden innefattar förhållandevis få men stora fastigheter, lång byggtid, och svårighet att inhämta information om framtida efterfrågan och utbud. Han menar även att stigande hyresnivåer, låga kapitalkostnader, hög inflation och förändrade skattesatser kan ses som underliggande förklarande faktorer, men dessa faktorer som förklaring kritiserar bland annat av Nordling

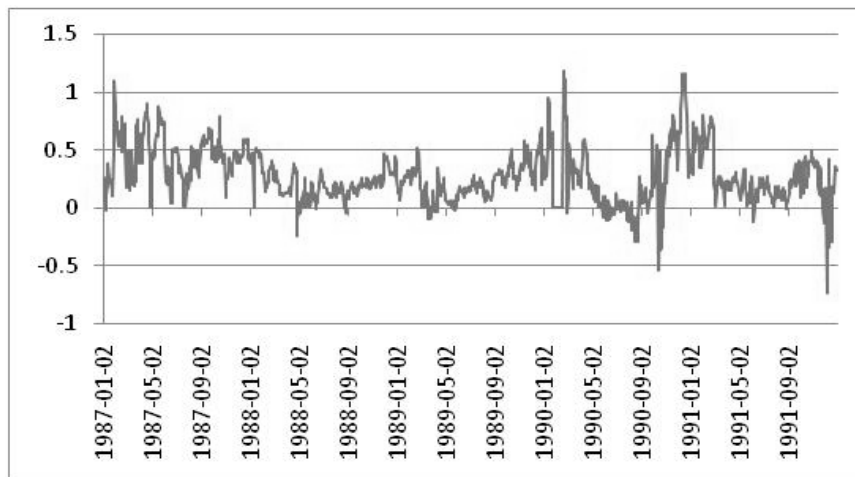
(2001), och trots allt anser ändå Jaffee (1994) prisuppgången som överdriven, och att skulden ligger hos bankerna som alldeles för lättvindigt beviljade krediter, och då framförallt inom fastighetssektorn där stor del av kapitalet investerades. I en studie framarbetad av Lind (1998) så var slutsatsen att kreditgivarna måste ha agerat irrationellt om de tillämpat fastighetsvärdering⁴ som beslutsunderlag. Han menar att den ökade kreditgivningen inte enbart kan baserats på fundamentala faktorer och anser därför att prisökningen borde benämnas som en bubbla.

Även om det råder viss oenighet så är flertalet överrens om att det var en överdriven kreditgivning och prisbubbla inom fastighetssektorn, och detta har därför även genom finansbolag spritt sig till värderingar inom aktiemarknaden. Det är alltså inte helt säkert huruvida den överdrivna prisökningen kan förklaras utifrån en överdriven optimism efter en tids eufori eller inte. Men vi har ändå kunnat se, genom minskningen av det privata sparandet och den expansiva kreditgivningen, att risktagandet ökat. Prisuppgången som till en början orsakats av fundamentala faktorer och som startades av en displacement kan därefter mycket väl gett upphov till ett euforiskt tillstånd, där en period av goda tider medfört en minskad osäkerhet. Säkra placeringar som obligationer och sparkonton minskade till förmån för aktier och fastigheter, vilket orsakade en överdriven prisuppgång på de osäkra tillgångarna.

Vi undersöker sedan vidare vad som utlöste krisen, om det antingen var frågan om en endogen process likt en stram penningmarknad eller om det snarare var en eller flera exogena händelser som var den utlösande faktorn. I Diagram 2 kan man se skillnaden mellan Riksbankens statsskuldväxel och STIBOR som representerar räntan för utlåning mellan bankerna. Differensen kallas ”TED spread” och kan ses som ett mått för bankernas riskbenägenhet. När oron för bankkonkurser ökar så höjer bankerna STIBOR-räntan gentemot varandra.

⁴ I studien har man använt sig av ortprismetoden och en avkastningsbaserad uppskattning av marknadsvärdet, vilket är i enlighet med amerikansk praxis, och det har heller inte skett någon större skillnad för denna praxis under gällande period. (Lind 1998).

Diagram 2. *TED spread* i Sverige 1987-1991 (procentenheter)⁵



Källa: Riksbanken (2009)⁶

Det är i diagrammet svårt att se om marginalen ökade innan krisen. Detta trots att Riksbanken höjde marginalräntan, vilket vi snarare ser som en exogen händelse, men bankernas eufori verkar inte ha dämpats nämnvärt, och det är därför inte helt enkelt att avgöra vilken effekt den strama penningmarknaden hade. Kokko (1999) menar istället att ett större förklaringsvärde kan hämtas hos exogena faktorer så som stigande internationella räntor på grund av Berlinmurens fall och således återföreningen mellan Öst- och Västtyskland, men även Iraks invasion av Kuwait (Gulfkriget) i augusti 1990. Dessa faktorer tillsammans med en kommande lågkonjunktur innebar starten på en kris inom såväl fastighets- som finansmarknaden. Därför är det inte helt orimligt att anse att exogena händelser – istället för en endogent driven stram penningmarknad - spelat en större roll som förklaring till krisens utlösande faktor.

⁵Differensen TED spread är beräknad genom att ta data för 3-månaders STIBOR minus 3-månaders statsskuldsväxlar.

⁶ Saknas data för åren innan 1987.

Tabell 1. Minskys teori och den svenska fastighetskrisen

| | |
|-----------------------------|---|
| <i>Displacement</i> | En ökad efterfrågan på kontorsyta, och avregleringarna på kreditmarknaden spelar en viktig roll som displacement för den svenska fastighetskrisen. |
| <i>Eufori</i> | Eftersom det är svårt att förklara fastigheternas prisuppgång genom enbart fundamentala faktorer, så är det inte helt orimligt att en period av eufori, definierat som en tro på ständig fortsatt tillväxt, delvis varit orsaken till ett ökat risktagande, en överdriven kreditgivning, och en prisbubbla. |
| <i>Utlösande faktor(er)</i> | Det är svårt att se en endogen process (stram penningmarknad) som en utlösande faktor, snarare kan förklaringen hämtas från exogena händelser, som t.ex. Berlinmurens fall och Gulfkriget, som i sin tur stramade åt penningmarknaden. |

4.2. Asienkrisen

Under tidigare delen av 1980-talet inledde de asiatiska ekonomierna en stark tillväxt och när man genomförde omfattande avregleringar på kapitalmarknaderna under decenniets senare hälft så fick man in ytterligare kapital från utlandet. Likt situationen i Sverige innan fastighetskrisen så gav avregleringarna upphov till nya möjligheter och förhoppningar inför framtiden, och återigen kan avregleringar ses som en slags displacement, vilka längre fram kan ha gett upphov till en period karaktäriserad av eufori.

Efter krisen har man förvånats över de höga prisnivåer som sågs på såväl aktie- som fastighetsmarknaderna, och man har svårt att finna några direkt fundamentala faktorer till den oerhörda prisutvecklingen, se exempelvis Diagram 3 som illustrerar priserna på den thailändska aktiemarknaden. En del författare, bland dem De Vylder (1999), anser däremot att den överdrivna utvecklingen delvis kan förklaras av de statliga förlustgarantier som utlovades i regionen, då dessa skapade incitament för en otillräcklig riskbedömning, och banksystemet drabbades således av moral hazard. Lån till kunder med politisk förankring kan även det ha spelat roll då man inte velat neka dessa politiska aktörer kredit trots bristande beslutsunderlag, samtidigt som de utländska investerarna hade andra intressen som hög avkastning, så innebar detta agerande från bankernas sida ett slags principal-agent problem.

Ett ökat inflöde av utländskt kapital och en lättsam kreditgivning orsakade en ökad skuldsättning hos marknadens aktörer. De Vylder (1999) menar att den höga skuldsättningen varit gynnsam för den ekonomiska tillväxten, men att den orsakat en ”överinvestering” på grund av att en alldeles för lättsam kreditgivning som i sin tur inneburit ineffektiva nyinvesteringar. En hög skuldsättning och till viss mån ineffektiva investeringar innebar en ökad sårbarhet, men så länge den ökade efterfrågan och exporten bevarades så var den höga skuldsättningsgraden inget större problem. Däremot var det, åtminstone sett i efterhand, föga förvånande att en rubbning av exporttillväxten skulle kunna få omfattande negativa konsekvenser.

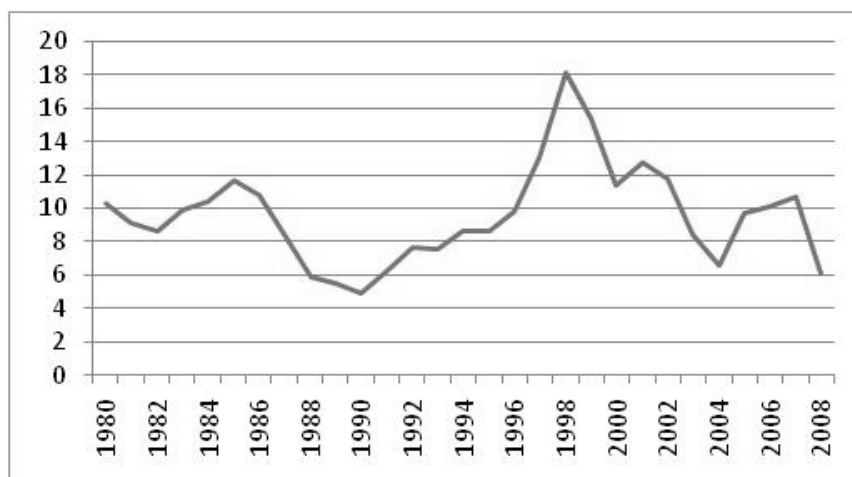
Diagram 3. Bangkok S.E.T. prisindex i Thailand 1980-2008 (baht)



Källa: Datastream (2009)

I efterhand har man konstaterat att tillgångarna och säkerheterna var värderade långt över sitt verkliga värde, se exempelvis Kokko (1999). Även om banksystemet haft rationella beslutsunderlag på grund av moral hazard, så förklarar det bara ett led i kedjan. De utländska investerarna och kapitalet som kom utifrån ansågs ha lockats av hög avkastning i regionen. Ee et al. (2008) visar på att företagens skuldsättningsgrad i Indonesien, Sydkorea och Thailand var tre gånger så hög jämfört med åren efter krisen då de stabiliserades (Ee et al., 2008). Kregel (1998) kom fram till liknande siffror i sin studie om Asienkrisen, och menar att en lång period av stabil växelkurs till dollarn, samt en internationellt stabil ränta, gjort att såväl kreditgivare som låntagare ökat sitt risktagande. I Diagram 4 kan man se att skulderna gentemot exporten stadigt ökat mellan 1990 och 1998.

Diagram 4. Privata betalningsåtaganden som procent av exporten i Thailand 1980-2008



Källa: Datastream (2009)

Det var tydligt att ju längre tid av stabilitet desto mindre säkerhetsmarginal, och även om banksystemet haft incitament till sina beslut, så förklarar det inte låntagarnas och de utländska investerarnas beteende. Deras agerande skulle möjligtvis kunna förklarats på grund av en ren okunskap för investeringarna och regionen, eller i enlighet med en överdriven optimism karakteriserad av en period av eufori, där man med tiden beräknade sannolikheten allt lägre för en kommande finansiell kris.

Däremot var det i samspel med exogena faktorer som krisen utlöses. Framförallt på grund av den japanska ekonomin och en ökad volatilitet mellan yen och dollar (Kregel, 1998). De exogena händelserna och en fallande exporttillväxt skapade oro inom regionen. Penningmarknaden stramades åt och med regionens låga säkerhetsmarginaler var det bara en tidsfråga innan omfattande betalningssvårigheter var ett faktum

Tabell 2. Minskys teori och Asienkrisen

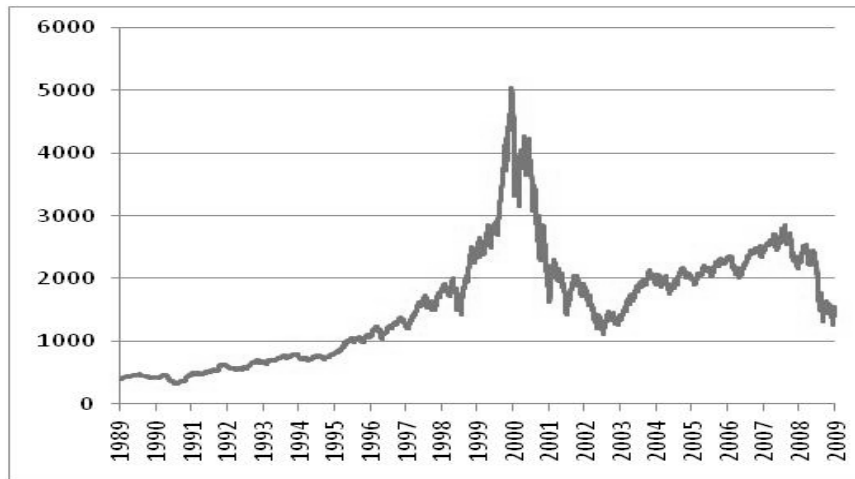
| | |
|-----------------------------|---|
| <i>Displacement</i> | Avregleringar under 80-talets senare hälft. |
| <i>Eufori</i> | Banksystemet hade en del incitament, som skulle kunna förklara deras överdrivna kreditgivning, men samtidigt var såväl aktier som fastigheter kraftigt övervärderade, och det är svårt att finna underliggande faktorer som kan förklara detta hos investerare och låntagare. Det är möjligt att den långa prisuppgången i sig påverkade de finansiella aktörernas investeringsbeslut, samt bristande information och okunskap fick dem att förbise riskerna. |
| <i>Utlösande faktor(er)</i> | Återigen var det förmodligen exogena chocker som satte det finansiella systemet ur spel. T.ex. en fallande exporttillväxt, och problem i den japanska ekonomin. |

4.3. IT-bubblan

Den nya IT-teknologin skapade stora möjligheter och framtidshopp. Kanske är detta en av de enklare kriserna att identifiera vad Minsky avser som displacement. Samtidigt började allt fler amerikaner öka sitt aktiesparande. Det som är karateristiskt för IT-bubblan, vilket kan härledas till Minskys teori, är entusiasmen och förväntningarna på en ny teknologi, vilken få verkligen förstod sig på och vars möjligheter verkade oändliga. Investerare visste att IT var framtiden, även om de inte visste exakt vad det innebar. Detta kan förklara varför många pumpade in pengar i en massa mindre företag med oklar inriktning med förhoppning om framtidens storföretags uppgång.

Tillgångspriserna på aktier ökade kraftigt, och för den amerikanska NASDAQ-börsen som är avsedd för teknikrelaterade aktier så var uppgången helt klart anmärkningsvärd, vilket tydligt illustreras i Diagram 5. Det är väldigt svårt att värdera bolag inom nya branscher där framtiden är osäker, och detta kan givetvis förklara en viss del av övervärderingen. När IT-bubblan pågick så hördes röster om att man inte längre kunde tillämpa klassisk ekonomiska teorier för att värdera bolag, istället ansågs det mer värdefullt att bedöma värdet utifrån företagens intellektuella kapital. Detta kan igenkännas i Minskys teori, om att man under en euforisk period blir övertygade om att tidigare kriser uppstått på grund av brister i systemet som nu rättats till, och värderingen av IT-företagen uppfattades därför som tidsenlig och korrekt.

Diagram 5. NASDAQ Composite prisindex 1989-2009 (dollar)



Källa: Datastream (2009)

Det intressanta är att denna process fortsatte under en längre period, trots att de flesta företag inte uppvisade några vinster, samt att flera gick med förlust. Men detta kan förmodligen förklaras med en överdriven tro på den nya teknologin och att realpriserna fortsatte gå upp, trots att företagen fortsatte gå med förlust. Ett sätt att inse hur mycket aktiemarknaden värderade internetbolagen under IT-bubblan är att titta på P/E-talen. Dessa tal är en indikator på skillnaden mellan börskurs och vinst i företagen. På OMX i Stockholm värderades exempelvis börsen till 30 gånger den genomsnittliga årsvinsten, och på New York-börsen var siffran 35 gånger. Men flera företag hade tal som var flera hundra gånger vinsten, vilket innebar att man förväntade sig enorma framtida vinster. Samtidigt som förväntningarna ökade, vilket kunde ses på de ökade tillgångspriserna, så minskade till och med de faktiska vinsterna. (Elmbrant, 2005). Här kan man väldigt tydligt se tendens till ökat risktagande som Minsky pratar om, i den meningen att investerare satsar enorma summor i företag och sektorer som går med förlust. Denna överdrivna kreditgivning ledde till en enorm inströmning av kapital till IT-sektorn, till stor del genom private equity och venture capital, och då mycket av kapitalet kom ifrån privata investeringar med höga avkastningskrav ledde detta till en kraftigt ökad skuldsättningsgrad för de IT-relaterade företagen.

Det är även påfallande att IT-bubblan till sin karaktär till viss del skiljer sig ifrån kriser i klassisk mening som Minsky talar om, då den in uppvisar en eufori som kom att omfatta hela samhället, utan förblev koncentrerat till en sektor under hela bubblan. Till exempel under slutet av 90-talet i USA kan man se att de 20 procenten av aktieägarna som ägde flest aktier,

ägde 96-98 procent av alla aktier, och att det var samma grupp som stod för nästan hela minskningen av hushållssparandet. De resterande 80 procent av amerikanerna minskade inte sitt sparande under bubblan, utan snarare ökade det. (Elmbrant, 2005)

Bubblan sprack i samband med att några av de mest omtalade internetföretagen, till exempel Boo.com, gick i konkurs under 2000, vilket ledde till en kedjereaktion på marknaden där investerare började omvärdera sina portföljval och ställa hårdare krav på IT-företagen som de investerade i. Även om vi inte kunna urskilja någon tydlig stram penningmarknad utifrån den data som vi analyserat, kan situationen inom IT-sektorn, med minskad tillgång till kredit för företagen från privata finansiärer, vara jämförbar med den strama penningmarknad som generellt råder under finansiella kriser. Det är dock oklart till vilken grad centralbankens räntehöjning under 2000 bidrog till att öka investerarnas försiktighet, men det är nog säkert att säga att bubblan hade spruckit förr eller senare oavsett räntepolitik.

Tabell 3. Minskys teori och IT-bubblan

| | |
|-----------------------------|---|
| <i>Displacement</i> | Den nya IT-teknologin innebar nya möjligheter, och förändrade framtidsutsikterna för investerarna. |
| <i>Eufori</i> | Den nya teknologin innebar givetvis en svårighet i att bedöma företagens framtida vinster. Det skapades ett glapp mellan stigande börspriser och frånvaro av vinster. Samtidigt ökade såväl investerare som IT-företag sin skuldsättningsgrad, och man såg tydliga tendenser på Ponzi-finansiering. Ett euforiskt klimat inom IT-sektorn med överdrivna förväntningar utan verklighetsförankring kan urskiljas. |
| <i>Utlösande faktor(er)</i> | Amerikanska centralbanken höjde räntan under den period som krisen utlöses, men samtidigt såg man tendenser av ökad misstro bland investerarna på grund av avsaknad av vinster. Så den strama penningmarknaden kan ha varit en viktig faktor till att utlösa krisen. |

4.4. Subprime-krisen

Liksom tidigare nämnda kriser så har avregleringar inom kreditmarknaden spelat en stor roll för utvecklingen av subprime-krisen, bland vilka The Gramm-Leach-Bliley Act år 1999, som kom att utöka bankers friheter att utföra finansiella aktiviteter, var den mest betydelsefulla, och kan identifieras som en displacement som inledde efterföljande euforiska investeringsboom. The Gramm-Leach-Bliley Act gjorde det möjligt för banker att omvandla lån till värdepapper, vilket var förutsättningen för att dagens kris skulle kunna uppstå.

I subprime-krisen kan man tydligt erfara en prisökning på fastigheter (se Diagram A2 i appendix), ett ökat risktagande bland investerare, samt en överdriven kreditgivning bland banker, samt att alla dessa faktorer är korrelerade. Ekonomin, både i USA och utanför, hade utvecklats positivt under längre tid, och det kan urskiljas att investerare började bli allt mer riskbenägna. I denna period av ökande efterfrågan på lukrativa investeringar, blev de lånebaserade värdepapperna snabbt populära, då de ansågs relativt riskfria och höll generellt hög avkastning. Ett problem var att de lukrativa lånebaserade värdepapperna gav incitament till bankerna att bevilja allt mer riskfyllda lån, vilket även gjorde värdepapperna mer riskfyllda. Ett annat problem var att värdepappernas risk bedömdes av partiska kreditvärderingsinstitut som, dels av egenintresse, dels av hur dessa komplicerat sammansatta värdepapper fungerade, vilket ledde till kraftig övervärdering av värdepapperna.

Banker tjänade på att omsätta så många lån som möjligt, vilket fick dem att bortse från de medföljande riskerna, vilka efter avregleringarna inte längre syntes på deras balansräkningar. Med andra ord skapades det incitament inom systemet, hos banker och kreditgivningsinstitut, att sänka lånekraven för att öka antalet lån. Bankerna hade även ett egenintresse av att få varje lån värderat så högt som möjligt för att maximera priset på värdepapperna. Investerarna var, på grund av ovanstående, inte medvetna om värdepappernas egentliga risker, utan investerade i dem i tron om att de var förhållandevis säkra tillgångar. Detta motsäger Minskys teori till viss del, då den hävdar att investerares riskbenägenhet ökar under euforiska perioder. Därför kan man ifrågasätta om investeringsbubblan i lånebaserade värdepapper verkligen var ett resultat av ett euforiskt klimat på marknaden, eller om investerare på grund av okunskap satsade kapital i vad de trodde var säkra investeringar. Å andra sidan kanske investerarna inte hade satsat så stora mängder kapital så snävt om de inte hade varit påverkade av någon slags euforisk stämning på marknaden. Dessutom går det att identifiera ett ökat risktagande i form av kraftigt ökad skuldsättning bland investerare under den här perioden (Zandi, 2008).

Gällande låntagarna så menar Zandi (2008) att den låga räntan var en viktig faktor, det blev helt enkelt billigare att låna. Samtidigt fanns det en syn på att fastighetspriserna skulle fortsätta att öka, och detta skulle kunna ha en del förklaring i vad som inträffar under en euforisk period. Man kan även urskilja ett ökat risktagande bland vanliga konsumenter under perioden innan krisen, vilket bland annat syns det personliga sparandet relativt den disponibla inkomsten i USA, vilket stadigt från att i slutet av 1980-talet legat kring 6-8 procent, minskade till strax över noll procent 2005-2007, vilket illustreras i Diagram 6. Dessutom står det klart att många låntagare tog lån i ren okunskap om hur ränteutvecklingen och deras betalningsåtagande skulle utvecklas över tiden, vilket sannolikt till stor del kan förklaras med bristande information från bankerna, då dessa hade incitament att skapa så många lån som möjligt för att omvandla till värdepapper.

Diagram 6. Personligt sparande som procent av disponibel inkomst i USA 1989-2008

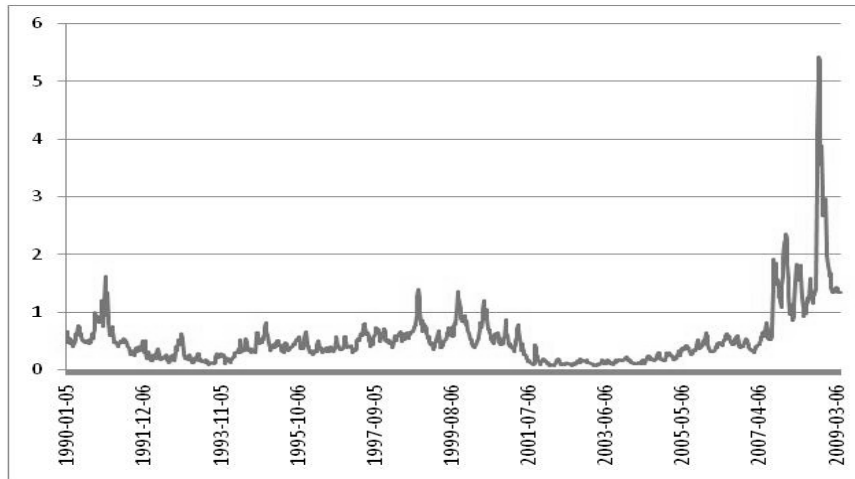


Källa: Datastream (2009)

Den utlösande faktorn för krisen kan ha varit då den amerikanska centralbanken under 2004-2006 kontinuerligt höjde räntan från 1,00 till 5,25 procent (Datastream, 2009). Samtidigt går det att utläsa en, om än svag ökning, av *TED spread* i Diagram 7. Låntagare började då få problem med att betala av sina lån, vilket medförde en ytterligare ökad osäkerhet hos bankerna med en stramare penningmarknad som följd, samt urholkade värdet av de lånebaserade värdepappernas. Då denna värdeminskning samt riskökning på grund av värdepappernas komplexitet inte genast uppmärksammades, bildades ett glapp mellan värdepappernas marknadsvärde och egentliga värde. När detta glapp blev känt tvingade det alla finansinstitut som ägde lånebaserade värdepapper att omvärdera sina portföljer, vilka

kraftigt hade förlorat i värde. Krisen förvärrades ytterligare när storbanken Bear Stearns ansökte om konkursskydd 2008, vilket överensstämmer med finansiella krisers förlopp enligt Minskys modell.

Diagram 7. TED spread⁷ i USA 1990-2008
(procentenheter)



Källa: FED (2009)

Tabell 4. Minskys teori och subprime-krisen

| | |
|-----------------------------|--|
| <i>Displacement</i> | Avregleringar med början på 1980-talet, men framför allt The Gramm-Leach-Bliley Act år 1999 som gjorde det möjligt för bankerna att omvandla lån till värdepapper. |
| <i>Eufori</i> | En stor del kan förklaras genom en förändrad incitamentsstruktur i det finansiella systemet, och bristande information hos låntagare och investerare. Det finns tydliga tecken på euforiska förväntningar på marknaden i husbubblan, men är svårt att urskilja på värdepappersmarknaderna och övriga delar av ekonomin, även om en viss överdriven optimism kunnat skådas. |
| <i>Utlösande faktor(er)</i> | Det finns tendenser som pekar på att en stram penningmarknad verkade som resultat av att husbubblan sprack 2007, vilket påverkade finansmarknaderna genom de lånebaserade värdepapperna. Även centralbankens kontinuerliga höjningar av räntan under denna period var en bidragande faktor . |

⁷Differensen TED spread är beräknad genom att ta data för 3-månaders euro-dollar korta räntor minus 3-månaders amerikanska statsskuldsväxlar.

4.5. Sammanställning av de finansiella kriserna

| | <i>Displacement</i> | <i>Eufori</i> | <i>Utlösande faktor(er)</i> |
|-------------------------------------|--|---|---|
| <i>Den svenska fastighetskrisen</i> | En ökad efterfrågan på kontorsyta, och avregleringarna på kreditmarknaden spelar en viktig roll som displacement för den svenska fastighetskrisen. | Eftersom det är svårt att förklara fastigheternas prisuppgång genom enbart fundamentala faktorer, så är det inte helt orimligt att en period av eufori, definierat som en tro på ständig fortsatt tillväxt, delvis varit orsaken till ett ökat risktagande, en överdriven kreditgivning, och en prisbubbla. | Det är svårt att se en endogen process (stram penningmarknad) som en utlösande faktor, snarare kan förklaringen hämtas från exogena händelser, som t.ex. Berlinmurens fall och Gulfkriget, som i sin tur stramade åt penningmarknaden. |
| <i>Asienkrisen</i> | Avregleringar under 80-talets senare hälft. | Banksystemet hade en del incitament, som skulle kunna förklara deras överdrivna kreditgivning, men samtidigt var såväl aktier som fastigheter kraftigt övervärderade, och det är svårt att finna underliggande faktorer som kan förklara detta hos investerare och låntagare. Det är möjligt att den långa prisuppgången i sig påverkade de finansiella aktörernas investeringsbeslut, samt bristande information och okunskap fick dem att förbise riskerna. | Återigen var det förmodligen exogena chocker som satte det finansiella systemet ur spel. T.ex. en fallande exporttillväxt, och problem i den japanska ekonomin. |
| <i>IT-bubblan</i> | Den nya IT-teknologin innebar nya möjligheter, och förändrade framtidsutsikterna för investerarna. | Den nya teknologin innebar givetvis en svårighet i att bedöma företagets framtida vinster. Det skapades ett glapp mellan stigande börspriser och frånvaro av vinster. Samtidigt ökade såväl investerare som IT-företag sin skuldsättningsgrad, och man såg tydliga tendenser på Ponzi-finansiering. Ett euforiskt klimat inom IT-sektorn med överdrivna förväntningar utan verklighetsförankring kan urskiljas. | Amerikanska centralbanken höjde räntan under den period som krisen utlöses, men samtidigt såg man tendenser av ökad misstro bland investerarna på grund av avsaknad av vinster. Så den strama penningmarknaden kan ha varit en viktig faktor till att utlösa krisen. |
| <i>Subprime-krisen</i> | Avregleringar med början på 1980-talet, men framför allt The Gramm-Leach-Bliley Act år 1999 som gjorde det möjligt för bankerna att omvandla lån till värdepapper. | En stor del kan förklaras genom en förändrad incitamentsstruktur i det finansiella systemet, och bristande information hos låntagare och investerare. Det finns tydliga tecken på euforiska förväntningar på marknaden i husbubblan, men är svårt att urskilja på värdepappersmarknaderna och övriga delar av ekonomin, även om en viss överdriven optimism kunnat skådas. | Det finns tendenser som pekar på att en stram penningmarknad verkade som resultat av att husbubblan sprack 2007, vilket påverkade finansmarknaderna genom de lånebaserade värdepapperna. Även centralbankens kontinuerliga höjningar av räntan under denna period var en bidragande faktor. |

5. Slutsats

Under analysen av de moderna kriserna och Minskys teori om finansiell instabilitet har vi lyckats identifiera ett flertal liknande mönster som går igen både i verkligheten och i den teoretiska modellen. Samtidig har vi blivit medvetna om svårigheten att kvantifiera Minskys teori, samt att i statistisk data med exakthet utläsa de processer som utgör den euforiska perioden så som den förklaras i Minskys modell.

Vi har lyckats identifiera displacement för samtliga boomer/kriser som vi har analyserat. Framför allt verkar det som att avregleringarna under 80-90-talen har spelat stor roll för utvecklingen av de flesta euforiska perioderna och kriserna, förutom för IT-bubblan, vilket snarare sattes igång av överdrivna förväntningar på en ny teknologi. I den svenska fastighetskrisen kan man även identifiera det förändrande samhället, med expanderande tjänstesektor, samt ökat användande av skrymmande tekniska innovationer, som starkt bidragande faktor. Det är även tydligt att alla analyserade euforiska perioder har föregåtts av en längre tids stabil ekonomiskt uppgång, vilket verkar bekräfta Minskys påstående om att detta är en förutsättning för att en euforisk period ska kunna komma till stånd.

Processerna som pågår under den euforiska perioden är komplicerade och nära sammankopplade, vilket har varit uppenbart vid analysen av alla kriser. En kraftig prisökning har kunnat identifieras på aktier i samtliga kriser, men det är ganska svårt att bedöma huruvida det rör sig om en övervärdering eller inte. IT-bubblan utmärker sig här då aktier inom IT-sektorn var tydligt övervärderade. I senaste subprime-krisen kunde man se en tydlig börsuppgång, men det var främst på de lånebaserade värdepapperna som man kan urskilja en tydlig övervärdering, då deras marknadspris inte reflekterade deras egentliga värde som minskade då ett allt större antal omvandlade lån blev värdelösa. I Asienkrisen var både aktier och fastigheter kraftigt övervärderade, och det är svårt att finna några fundamentala faktorer som skulle kunna förklara prisuppgången. Den överdrivna kreditgivningen och det överdrivna risktagandet som ledde till prisutvecklingen skulle kunna förklara av en period karaktäriserad av Minskys definition av eufori. Den lätta tillgången till kapital med lätta lånevillkor verkar även ha varit en bidragande faktor vid alla kriser. Det viktigaste i Minskys teori om finansiell instabilitet är den ökade skuldsättningsgraden som gör systemet känsligt för exogena chocker, vilket då skapar en dominoeffekt. Det tycker vi har varit tydligt i alla kriser som vi har analyserat, om än i lite olika form.

Det är svårt att identifiera om stram penningmarknad inträder före eller efter att krisen har satts igång för de kriser vi har analyserat. Ofta har en exogen faktor skapat oro inom regionen och gjort banker och kreditinstitut mer restriktiva. I den senaste krisen verkar stram penningmarknad snarare skapats av endogena faktorer, i synnerhet betalningssvårigheterna bland en stor mängd subprime-låntagare. Oavsett om stram penningmarknad inträder innan krisen blir ett faktum eller inte så inträder den snabbt när euforin börjar avta och snabbar på krisens utveckling. Detta skulle kunna förklaras av att USA är en av världens ledande ekonomier, och är mindre känsliga för störningar från oroligheter i andra regioner.

Generellt har vi kommit fram till slutsatsen att Minskys teori utgör en ganska bra förklaring för hur finansiell instabilitet skapas i dagens kapitalistiska system, vilket gör den värdefull vid analys och hantering av finansiella kriser. Teorin är dock, som tidigare nämnts, ganska svår att kvantifiera och strukturera upp med mätbar data. Det är lätt att identifiera kraftiga prisuppgångar, men framför allt är det svårt att mitt under en bubbla, då det är som mest intressant att upptäcka den, utmäta ifall tillgångar är övervärderade samt om kredittillgången är för stor i ekonomin. Dessutom är det svårt att veta om den stora prisuppgången beror på överdriven optimism på marknaden eller om investerare bara saknar tillräcklig information om de komplexa mekanismer som utgör det finansiella systemet.

Referenser

Datastream (2009) Databas på Lunds universitet, data hämtad 2009-04-01

De Vylder, Stefan (1999) *Finanskriser och krishantering: några lärdomar*, Ekonomisk debatt 1999 nr 2

Cassidy, John (2002) *dot.con – the greatest story ever sold*, first edition, Harper Collins Publishers, New York, USA

Ee, Khor Hoe & Xiong, Kee Rui (2008) *Asia: a perspective on the subprime crisis*, Finance & Development June 2008 45:2

Elmbrant, Björn (2005) *Dansen kring guldkalen – så förändrades Sverige av börsbubblan*, andra upplagan, Bokförlaget Atlas, Stockholm

Fagerfjäll, Ronald, Pettersson, Karl-Henrik & Lundström, Stellan (2005) *Vad kan vi lära av kraschen? Bank- och fastighetskrisen 1990-1993*, första upplagan, SNS Förlag, Stockholm

FED (2009) www.federalreserve.gov, amerikanska riksbankens hemsida, data hämtad 2009-05-08

Fineman, Josh & Keoun, Bradley (2008) *Citigroup's Pandit Tries to Save the Little That's Left to Lose*, Bloomberg.com, senast uppdaterad den 17:e januari 2009, <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&refer=home&sid=aN81uQ4nU4e8>

Fregert, Klas & Jonung, Lars (2005) *Makroekonomi – teori, politik & institutioner*, andra upplagan, Riga, Lettland

Greenspan, Alan (2007) *The age of turbulence – adventures in a new world*, The penguin press, New York

Jaffee, Dwight M. (1994) *Den svenska fastighetskrisen*, första upplagan, SNS förlag, Stockholm

JPMorgan (2008) *JPMorgan Chase and Bear Stearns Announce Amended Agreement*, *JPMorgan.com*, publicerad den 24 mars 2008,
http://www.jpmorgan.com/cm/Satellite?c=JPM_Content_C&cid=1159339104093&pagename=JPM_redesign/JPM_Content_C/Generic_Detail_Page_Template, hämtad den 21 maj 2009

Kiff, John & Mills, Paul (2007) *Money for nothing and checks for free: recent developments in U.S. subprime mortgage markets*, International Monetary Fund, IMF working paper 2007 nr 188

Kindleberger, Charles P. (1978) *Manias, Panics and Crashes: a history of financial crises*, The MacMillan press LTD, London

Kokko, Ari (1999) *Asienkrisen: många likheter med den svenska krisen*, Ekonomisk debatt 1999 nr 2

Kregel, Jan (2008) *Minsky's cushions of safety – systemic risk and the crisis in the U.S. subprime mortgage market*, The Levy economics institute of Bard college, Public policy brief no. 93 2008

Lind, Hans (1998) *Bubblor och beslutsunderlag: fastighetsvärderingar under boomen 1985-1990*, Ekonomisk debatt 1998 nr 1

Minsky, Hyman P. (1984) *Can "It" Happen Again? Essays on instability and finance*, M. E. Sharpe, New York

Minsky, Hyman P. (1986) *Stabilizing an Unstable Economy*, utgiven i ny version 2008, McGraw Hill, New York

Minsky, Hyman P. (1992) *The Financial Instability Hypothesis*, working paper no. 74, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College

Nordling, Danne (2001) *Fastighetskrisens orsak och följder*, recension av *Den svenska fastighetskrisen* av Dwight M. Jaffee, bankrättsföreningens hemsida, publicerad 2001-08-11, <http://www.bankrattsforeningen.org.se/Boktips/boktips13.html>, hämtad 2009-05-28

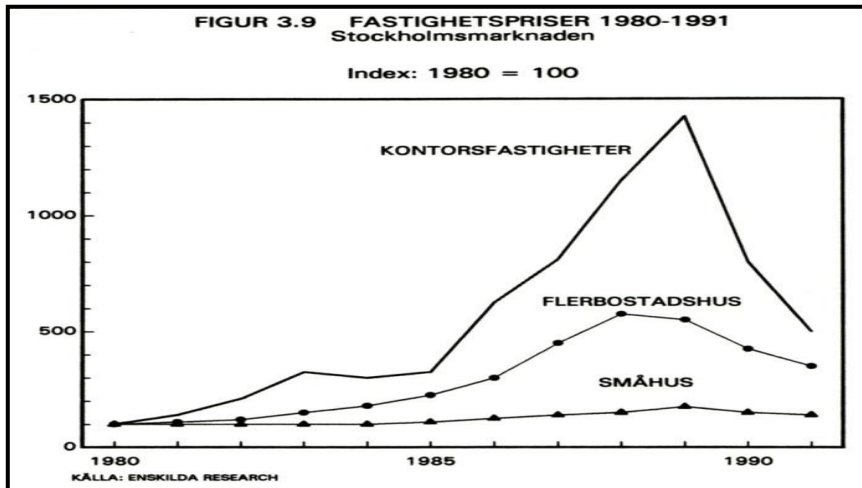
Perbo, Ulf (1999) *Varför fick Sverige en depression i början på 90-talet*, Ekonomisk debatt 1999 nr 6

Riksbanken (2009) www.riksbank.se, Riksbankens hemsida, data hämtad 2009-05-08

Zandi, Mark (2008) *Financial Shock: A 360 degree look at the subprime mortgage implosion, and how to avoid the next financial crisis*, Financial Times Press

Appendix

Diagram A1. Fastigheternas prisutveckling i Sverige 1980-1991



Källa: Pettersson, Karl-Henrik (1993) *Bankkrisen inifrån*, SNS Förlag

Diagram A2. Fastigheternas prisutveckling i USA 1890-2007



Källa: Shiller, Robert J. (2006) *Irrational Exuberance*, Broadway Business