

Finansiella marknader och inkomstfördelning

Kapitel till FMK-antologi

Jesper Roine, Stockholm Institute of Transition Economics (SITE),
Handelshögskolan i Stockholm

Abstract

I finanskrisens spår har många menat att ökade inkomstskillnader varit en starkt bidragande orsak till krisens uppkomst. Man har till stor del fokuserat på den amerikanska situationen och där finns många möjliga kopplingar. Stagnerande reallöner i botten av fördelningen kan ha skapat en ökad efterfrågan på lånefinansierad konsumtion, samtidigt som ökad inkomstkoncentration i toppen ökat efterfrågan på placeringsmöjligheter och mer risktagande, med den sammantagna effekten att risken i systemet ökat. Många har också pekat på pengars ökade inflytande i politiken och risken för avreglering som gynnar enskilda intressen men också ökar risken i systemet. Även om det finns mycket som pekar på direkta eller indirekta kopplingar mellan ökade inkomstskillnader och den senaste krisens uppkomst i USA så finns inget empiriskt stöd för att ökad inkomstspridning generellt skulle vara en god prediktor eller bidragande orsak till finansiell expansion eller till kriser. Jämför man den svenska situationen med den i USA innan krisen så finns vissa likheter men också viktiga skillnader. Inkomstkoncentrationen har ökat, i procentuella termer nästan lika mycket som i USA, men i absoluta tal är skillnaderna fortfarande stora. Inkomsterna i botten av fördelningen har inte heller stagnerat på det sätt som varit fallet i USA. Samtidigt har dock hushållens skulder ökat till mycket höga nivåer i relation till disponibel inkomst men hushållens balansräkning är fortsatt stark. Ytterligare en skillnad är att det till stor del är höginkomsthushåll som har huvuddelen av skulderna. Läget är inte den tydliga subprime-situation som byggdes upp i USA innan krisen.

Sammantaget finns många sätt på vilka ökade inkomstskillnader kan öka sårbarheten i det finansiella systemet men det tycks också finnas mycket som kan göras för att minska dessa risker genom politiska beslut.

Inledning

I ljuset av finanskrisen har det uppstått en debatt om sambandet mellan finansiella cykler och inkomstklyftor. Diskussionerna har varit en blandning mellan, å ena sidan, teorier om hur förändringar i inkomstfördelning kan påverka stabiliteten på de finansiella marknaderna (direkt eller indirekt) och, å andra sidan, vilka konsekvenser finanskrisen haft på inkomstfördelningen. Dessa frågor är relaterade men olika. Den första handlar om i vilken mån ökad inkomstspridning orsakar (eller ökar sannolikheten för) finanskriser. Den andra om i vilken utsträckning finanskriser orsakar ökad (eller minskad) inkomstspridning. Orsakssambanden kan förstås också vara relaterade och man kan även tänka sig att eventuell samvariation inte alls har något orsakssamband utan bara beror på att inkomstfördelning och finansiella kriser är relaterade till någon tredje faktor som påverkar båda.

Det är viktigt att beakta både frågor om inkomstfördelningens eventuella effekt på sannolikheten för en kris och frågor om krisens effekt på inkomstfördelningen. För att låna en analogi från Atkinson och Morelli (2012) handlar alla systems hållbarhet både om förmågan att förhindra kriser som kan äventyra systemets överlevnad och om att vidta rätt åtgärder om krisen ändå skulle komma. Detta gäller förstås även vår ekonomi och det finansiella systemet. Om inkomstspridning ökar risken för en kris finns det anledning att påverka detta, om inte annat så i syfte att minska denna risk. Om krisen leder till oönskade effekter på inkomstfördelningen kan man vilja korrigera dessa för att man bryr sig om aggregerad välfärd, men också för att oförmågan att hantera negativa chocker kan erodera grunden för systemets långsiktiga överlevnad.

I detta kapitel behandlas en rad teorier om relationen mellan inkomstfördelning och finansiella kriser och deras eventuella empiriska stöd, med fokus på frågan ”Leder ökad inkomstspridning till en ökad risk för en finansiell kris?”. Först kan det dock vara på sin plats att gå igenom teorier om de mer generella kopplingarna mellan ekonomisk utveckling, inkomstjämlighet och finansiella marknader. Flera av teorierna om cykler och fördelningsfrågor är nära kopplade till dessa och kan med

fördel ses i ljuset av mera generella teorier om tillväxt, inkomstfördelning och finansiell utveckling.

1. Ekonomisk utveckling, finansiella marknader och inkomstfördelning

Finansiella marknaders roll i ekonomin handlar i sin mest grundläggande form om att kanalisera resurser från sparande till produktiva investeringar. Det som inte konsumeras i en period utgör grunden för nästa periods kapitalstock. Under (det mycket realistiska) antagandet att den som sparar inte alltid är den som kan generera den största avkastningen på pengarna så är finansmarknaden central för matchningen mellan sparande och produktiva investeringar och den är också central i sin roll att aggregera information. Antar man (också mycket realistiskt) att den finansiella marknaden har en rad informationsproblem och asymmetrier som gör att dess funktionssätt inte är ”perfekt” och att den dessutom styrs av politiskt bestämd reglering, så kommer fördelning av resurser i ekonomin att påverka utfallet, direkt och indirekt både via ekonomiska och politiska kanaler. Låt oss börja med att först redovisa huvuddragen i forskningen kring ekonomisk tillväxt och inkomstfördelning, för att sedan explicit lägga till finansiell utveckling.¹

1.1. Ekonomisk tillväxt och inkomstfördelning

I aggregerade modeller eller modeller med representativa agenter så spelar förstås inte fördelningsfrågor någon roll men så fort man beaktar att inkomster (och förmögenheter) är fördelade i befolkningen så blir frågan om denna fördelning central. Keynes (1920) och Kaldor (1957) utgick ifrån att personer med högre inkomster hade en större benägenhet att spara och att en ökad inkomstkoncentration genom detta kunde vara bra för ekonomisk tillväxt.² Ett relaterat skäl till varför inkomstkoncentration skulle vara bra är om det finns stordriftsfördelar och eller höga fasta kostnader i tillväxtskapande investeringar så är det viktigt att det finns individer och företag som har tillräckligt med pengar för att kunna ta sig an dessa

¹ Givet denna beskrivning så är det uppenbart att man borde se till *både inkomst och förmögenhetsfördelning* i samhället när man studerar dessa frågor. Sparande och konsumtionsmöjligheter avgörs av både inkomstflödet och den privata förmögenhetsstocken. Beroende främst på bristande tillgång på bra data har dock nästan all empirisk forskning begränsat sig till inkomstfördelning.

² Formaliserat av Stiglitz (1969) i en Solow-tillväxtmodell, och utvidgat till att gälla mer generellt i andra typer av modeller av Bourguignon (1981).

investeringar.³ Andra har dock poängterat att en alltför skev inkomstfördelning kan ha negativa konsekvenser för tillväxt. Enskilda individer kan mycket väl ha talang och goda idéer men sakna resurser att t ex utbilda sig eller starta företag.⁴ I brist på omfördelning eller (perfekta) kapitalmarknader kan ekonomin gå miste om produktiva investeringar.

Det finns också många teorier som kopplar samman tillväxt och inkomstfördelning via politiska kanaler. Man kan till exempel tänka sig att en ojämn inkomstfördelning resulterar i krav på höga omfördelande skatter vilket har negativa tillväxteffekter (som i Alesina och Rodrik (1994), och Persson och Tabellini (1994)).⁵ Det finns också ett antal klassiska politiska argument som tar fasta på att utfall som uppfattas som ”orättvisa” av befolkningen kan få en rad konsekvenser som skadar den ekonomiska utvecklingen. Till exempel kan man tänka sig att en skev fördelningsprofil kan skapa protester, strejker och våldsamheter, men man kan också tänka sig mer indirekta effekter genom att stödet för en viss politik minskar då majoriteten känner att de inte får del av vinsterna. Ett exempel på detta skulle kunna vara vinsterna från globalisering och frihandel. Trots att denna utveckling är positiv för ekonomin som helhet kan en bristande fördelning av vinsterna resultera i att en majoritet av befolkningen motsätter sig globalisering. Omfördelning skulle i detta fall inte bara vara tillväxtskapande utan en potentiell Paretoförbättring (dvs alla skulle få det bättre).⁶ De politiska effekterna är dock inte begränsade till en missnöjd majoritet som känner sig förfördelad. Man kan också tänka sig att inkomstkoncentration leder till att eliten ”köper” sig inflytande över politiken. I dessa fall kommer den negativa effekten

³ Dessa idéer hade en speciellt stark roll i Sverige under 1950 och 60-talen då man betonade storföretagens förutsättningar som avgörande för tillväxt (se t ex Pontusson (1992) och Steinmo (1993)).

⁴ Exempel på modeller som baseras på liknande argument är t ex Banerjee och Newman (1993) och Aghion och Bolton (1997).

⁵ I dessa modeller antas att skatter är negativa för tillväxt. Liknande modeller men där skatteintäkter i stället kanaliseras till investeringar i human kapital och omfördelning till produktiva personer med dålig tillgång till finansiellt kapital kan förstås istället leda till högre tillväxt (Saint-Paul och Verdier, 1993, och Perotti, 1996). Skattepengarnas *användning*, inte bara skattenivåerna är avgörande (Bénabou, 1996).

⁶ Många ekonomihistoriker har pekat på denna mekanism som den ledande anledningen till att den ”första globaliseringsvågen” (ca 1870-1914) avstannade. Roine och Waldenström (2008) diskuterar detta i detalj och knyter också an till dagens missnöjesyttringar gällande globalisering.

inte ifrån missnöje i den undre halvan av fördelningen utan ett oproportionerligt stort inflytande hos en liten grupp i toppen av fördelningen.⁷

Hur ser då det empiriska stödet ut för de olika teorierna? Är inkomstfördelning systematiskt kopplat till tillväxt på något sätt? Svaret på denna fråga har förändrats över tid de senaste decennierna i takt med bättre data och förfinade ekonometriska metoder. Många studier under 1990-talet var baserade på tvärsnittsdata där t ex ett lands tillväxttakt under en period (t ex 1960-1990) relaterades till ett antal variabler som förklarar tillväxt samt inkomstfördelningen i början av perioden. Denna typ av studier kom typiskt sett till slutsatsen att höga Gini-koefficienter i början av perioden var associerade med lägre tillväxt. Hög inkomstjämlighet tycks alltså dålig för tillväxt.⁸ Dataläget förbättrades avsevärt i slutet av 1990-talet då paneldata (alltså tidsserier för flera länder) sammanställdes. Detta möjliggjorde estimeringar där t ex landspecifika effekter kan tas i beaktande. Flera studier hittade då istället en positiv effekt av inkomstspridning på tillväxt.⁹ Andra hittade inga effekter eller effekter som gick i olika riktning beroende på om landet var rikt eller fattigt i början av perioden.¹⁰ Banerjee och Duflo (2003) poängterar också att sambandet troligen inte är linjärt utan snarare sådant att stora förändringar i inkomstspridning (både uppåt och neråt) kan förväntas vara negativa för tillväxt. De finner också stöd för detta i data.

Sammantaget kan man nog säga att det inte råder någon stor konsensus kring vilket sambandet är. Speciellt inte när de mest använda dataserierna också fått mycket kritik för att kvaliteten på data är mycket ojämn och inte jämförbar mellan länder.¹¹ De senaste åren har vissa framsteg i att ta fram bättre data gjorts men ännu finns absolut ingen enighet kring sambandet kring det empiriska sambandet.

1.2. Ekonomisk tillväxt, fördelning och finansiell utveckling

⁷ Acemoglu och Robinson (2006) gör en distinktion mellan *de Facto* och *de Jure* makt där det förra är relaterat till bland annat pengar. Se också t ex Bartles (2008), Johnson och Kwak (2009), och många fler, speciellt i relation till hanteringen av finanskrisen (mer om detta senare).

⁸ T ex Alesina och Rodrik (1994) och Persson och Tabellini (1994) och Perotti (1996).

⁹ T ex Benhabib and Spiegel (1998), Forbes (2000), och Li and Zou (1998).

¹⁰ Barro (2000) finner att för rika länder är hög inkomstspridning bra för tillväxt medan det omvända gäller för fattiga länder.

¹¹ Atkinson och Brandolini (2001).

Som redan antytts ovan är det finansiella systemets utveckling och funktionssätt centralt för många av dessa teorier. I sin mest idealiserade form resulterar finansiell utveckling i de flesta teorier i både högre tillväxt och jämnare inkomstfördelning. Grundmekanismen är att i takt med finansiell utveckling så får allt fler (som tidigare begränsades av bristen på egna pengar) tillgång till kapital vilket är proportionellt viktigare för personer med låga inkomster. Man kan också tänka sig att finansiell utveckling gör det möjligt för individer med relativt små inkomster att slå ihop sina besparingar för att nå de kritiska miniminivåer som krävs för att göra investeringar (se t ex Levine (2005) för en översikt). Liknande mekanismer kan dock resultera i att relationen ser olika ut i olika faser av finansiell utveckling. I ett resonemang som liknar Kuznets teori om ekonomisk utveckling och inkomstspridning menar Greenwood och Jovanovic (1990) att finansiell utveckling i ett initialt skede är gynnsammast för de med höga inkomster då bara de kan ta del av finansiella innovationer. I detta läge ökar finansiell utveckling ojämlikhet. Men i takt med att allt fler får tillgång till finansiella tjänster så gynnas även de med låga inkomster och relationen vänds till en där finansiell utveckling har en utjämnande effekt.

Det finns dock ett antal teorier som ställer alla dessa resonemang på ända. I en relativt ny översikt över relationen mellan finansiell utveckling och inkomstfördelning av Claessens and Perotti (2005) ges flera referenser till både teori och empiriska belägg för att finansiell utveckling ofta kan gynna ”insiders” (t ex Rajan and Zingales, 2003 och Perotti and Volpin, 2004). Ytterligare en översikt som uppdaterar forskningsläget är Khwaja och Mian (2011). Grundidéen är genomgående att utveckling inte bara handlar om att förbättra informationssökande och matchning utan också kan ta sig formen att skydda eller gynna enskilda intressen, ibland på bekostnad av en utveckling som skulle vara samhällsekonomisk önskvärd. Kort sagt kan man säga att dessa teorier håller med om att finansiell utveckling *i princip* skulle kunna ha en utjämnande effekt men att det *i praktiken* kommer finnas en slagsida mot reformer och förändringar som gynnar eliten och därmed ökar inkomstskillnaderna.

Empiriskt pekar det mesta på att finansiell utveckling är bra för ekonomisk tillväxt (Levine, 2005). De relativa effekterna för olika delar av fördelningen är dock mindre klara. Roine, Vlachos och Waldenström (2009) finner att finansiell utveckling sett över 16 industrialiserade länder under 1900-talet haft en signifikant positiv effekt den

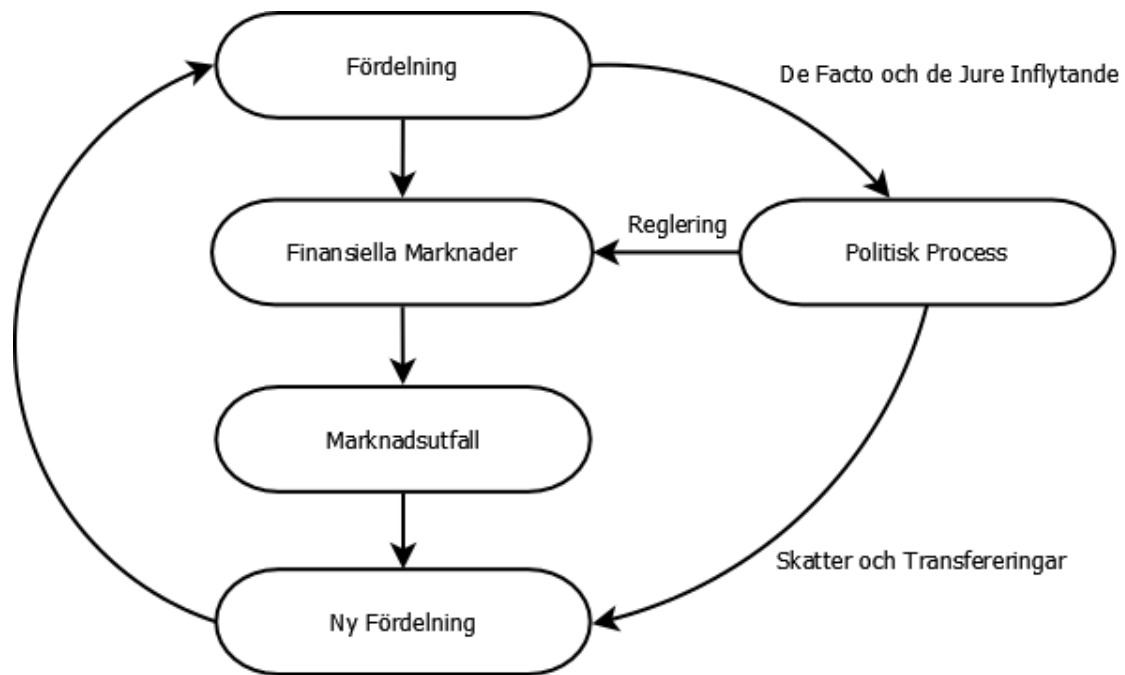
yttersta toppinkomstandelen (topp 1-procent gruppens andel). Denna effekt kommer dock i huvudsak från tidiga perioder (då finansiell utveckling var relativt låg) vilket är i linje med Greenwood och Jovanovics (1990) idé om att finansiell utveckling i tidiga faser är speciellt gynnsam för de med högst inkomster. I en översikt av Demirgüç-Kunt och Levine (2009) beskrivs dock den allmänna bilden som att finansiell utveckling sammantaget har en inkomstutjämnande effekt, alltså att finansiell utveckling relativt sett mest gynnar gruppen låginkomsttagare.

Sammanfattningsvis kan man säga att relationen mellan ekonomisk utveckling, inkomstfördelning, och finansiell utveckling omfattar många mekanismer som ibland går i olika riktningar, ibland också olika riktningar under olika faser av utvecklingen. Det är dock viktigt att notera att flera teorier kommer till olika slutsatser beroende på hur man ser på drivkrafterna bakom utvecklingen. Är den driven av innovationer som gynnar samhället som helhet (åtminstone potentiellt), eller är den ett resultat av att en inflytelserik elit försöker ändra spelreglerna till sin fördel. Synen på detta går igen i mycket av diskussionen om inkomstfördelning och finansiella kriser.

1.3. Ett konceptuellt ramverk

För att underlätta diskussionen om de olika mekanismerna så kan det vara användbart att på ett mycket stiliserat sätt försöka beskriva de olika sambanden ovan i ett konceptuellt ramverk. Dess huvudsakliga funktion är att fånga relationerna mellan teorierna ovan och de olika mekanismer genom vilka inkomstskillnader skulle kunna påverka sannolikheten för en finanskris (som kommer diskuteras i nästa avsnitt).¹²

¹² Figuren är en modifierad variant av den i Roine (2012), som i sin tur inspirerats av Persson och Tabellini (2003) och Acemoglu och Robinson (2006).



Figur 1: Relationer mellan fördelning, finansiella marknader, ekonomin och det politiska systemet.

Figurens vänstra del illustrerar ekonomin, dess högra den politiska processen. Utgångspunkten för alla individuella ekonomiska val är personers tillgångar i en tänkt ”startperiod”. Dessa tillgångar (som kommer från inkomster och sparande i tidigare perioder) har en viss fördelning i befolkningen. Denna initialfördelning påverkar hur mycket man kan spara respektive konsumera nu, vilka investeringar man kan göra för kommande perioder, etc. Många av dessa val kanaliseras och möts via den finansiella marknaden. I avsaknad av all form av finansiell aktivitet är en person helt låst till att bara kunna använda sina initiala tillgångar men med en mer eller mindre avancerad finansiell sektor finns möjligheter att t ex ”poola” resurser, låna eller låna ut pengar utöver vad man har initialt, att få information om investeringsmöjligheter, etc. Den finansiella marknadens funktionssätt påverkar alltså i hög grad den ekonomiska aktiviteten och ju bättre den fungerar desto bättre blir utfallet (finansiell utveckling är positiv för tillväxt). Utfallet på marknaden, efter skatter och transfereringar, utgör fördelningen och basen för nästa period. Alla led i denna kedja påverkas dock av politik och regleringar (ekonomiska institutioner). Via denna kanal kan t ex en ojämn fördelning leda till politiskt tryck på ökad omfördelning (och negativa tillväxteffekter om negativa incitamentseffekter dominerar, eller positiva tillväxt effekter om skattemedel används på rätt sätt). Via denna kanal kan också *typen av finansiell reglering* påverkas. Om en hög koncentration av tillgångar ger mycket politisk makt

åt en begränsad grupp kan de regleringar som genomförs gynna denna grupp och i värsta fall vara skadliga för den sammanlagda välfärden.

2. Relationen mellan finansiella kriser och inkomstfördelning

I den senaste finanskrisens spår har det uppstått en debatt kring det mer specifika sambandet mellan finansiella kriser och inkomstklyftor. Detta är å ena sidan lite överraskande då inkomstskillnader typiskt sett inte figurerar som en förklaringsfaktor i de flesta modeller av vad som orsakar finansiella kriser.¹³ Å andra sidan kan man tycka att det i sig är konstigt givet de uppenbara kopplingarna som finns mellan ekonomisk tillväxt, inkomstfördelning och finansiell utveckling. På senaste tiden har hur som helst frågan vaknat till liv och många inflytelserika ekonomer, inklusive Nobelpristagarna Joseph Stiglitz och Paul Krugman och IMF:s förre chefsekonom Raghuram Rajan, har menat att ökade inkomstskillnader varit en starkt bidragande orsak till finanskrisen i USA 2007–2008.

2.1. Definitioner på kriser och fördelningsmått

Som så ofta är det bra att först göra klart vad man menar med ”kris” och ”inkomstskillnader” och även hur man vill beskriva sambandet. Vad gäller definitioner av ”kriser” och ”inkomstskillnader” så kan man börja med att slå fast att det inte finns någon samstämmighet om en ”bästa” definition, eller ett bästa sätt att mäta någondera. Det beror dock främst på att den bästa definitionen avgörs av frågan man ställer sig och vilka data som finns att tillgå snarare än att det finns djupare åsiktsskillnader om rätt sätt att gå till väga.

Vad gäller kriser är det främst två kriser som är aktuella i detta sammanhang: ”finanskriser” och ”konsumtions/BNP kriser”. Andra kriser som man kan tänka sig att fokusera på är ”valutakriser”, ”skuldkriser”, ”betalningsbalanskriser”, ”sudden-stops”, ”börskrascher”, etc. Som understryks av Reinhart och Rogoff (2009) så är dessa kriser ofta sammankopplade men det finns också många exempel där ”krisen” begränsas till

¹³ Enligt Atkinson och Morelli (2011) figurerar inte orden ”inequality” eller ”income distribution” i innehållsförteckningen i någon av tre relativt nyutkomna och välciterade översikter om finansiella kriser; Kindelberger och Aliber (2005), Krugman (2009), och Reinhart och Rogoff (2009).

en sorts kris. Till exempel finns det flera börskrascher som inte orsakat någon finanskris eller BNP kollaps.

”Finanskriser” syftar på en situation som drabbar hela den finansiella sektorn, inte bara en enskild bank, där förtroendet för systemet blir så lågt att bankerna inte kan fullgöra sina åtaganden.¹⁴ Att brittiska Barings Bank gick i konkurs 1995 var till exempel en stor händelse men inte en ”finanskris”.¹⁵ Dock kan vissa enskilda banker vara så viktiga för hela systemet att en enskild banks kollaps skulle kunna påverka hela sektorn (därför arbetet med att identifiera SIFIs; Systemically Important Financial Institutions). Det finns flera datakällor för olika perioder och ett vanligt tillvägagångssätt är att helt enkelt inkludera alla kriser som identifieras i diverse artiklar och definiera dessa som ”krisepisoder”.¹⁶ För att ge en bild av omfattningen som krävs för att definiera en episod som en kris så var 2007–2009 *inte* en finanskris i Sverige men situationen var precis på gränsen.¹⁷

Konsumtions/BNP kriser är på sätt och vis de kriser vi i slutändan bryr oss om. Om finansiella eller andra instrumentella system inte påverkar produktions/konsumtions-sidan av ekonomin så betyder det att krisen på något sätt hanteras så väl att det inte påverkar ekonomin i övrigt (eller, mindre sannolikt, att det finansiella systemet inte är viktigt för ekonomin). I praktiken används oftast BNP mått för att identifiera dessa kriser helt enkelt för att data för detta finns i mycket högre utsträckning än för konsumtion.¹⁸ En BNP kollaps definieras oftast som en viss ackumulerad förlust av total BNP (mellan 5 och 10 procent) från krisens början till dess slut och ofta också

¹⁴ En precis definition från Laeven och Valencia (2012): ”A banking crisis is defined as systemic if two conditions are met: 1) Significant signs of financial distress in the banking system (as indicated by significant bank runs, losses in the banking system, and/or bank liquidations) 2) Significant banking policy intervention measures in response to significant losses in the banking system. We consider the first year that both criteria are met to be the year when the crisis became systemic.

¹⁵ Atkinson och Morelli (2011).

¹⁶ De flesta studier gör en egen definition som passar just deras specifika frågeställning och kör sedan ”robusthetstest” på sina resultat för att se att definitionen inte påverkar utfallen i studien.

¹⁷ Sett i termer av hur mycket stöd som gick till den finansiella sektorn skulle många nog vilja inkludera detta som en ”finanskris” med det var inte en ”systemic banking crisis” enligt Laeven och Valencias (2012) definition.

¹⁸ För perioder och länder då man har bra data på både konsumtion och produktion kan man dock konstatera att BNP krascher också innebär kraftigt minskad aggregerad konsumtion. (Se referenser i Becker och Mauro, 2006).

med en minsta tid som krisen måste pågå (ett eller två år).¹⁹ Detta kan jämföras med den en vanlig definition av recession som är två på varandra följande kvartal av negativ BNP utveckling.

Även om det finns vissa problem med definitionerna av kriser så är problemen långt större när det handlar om valet av inkomstfördelningsmått. Är man i huvudsak ute efter hur situationen för de med lägst inkomst förändras eller är man mer intresserad av koncentration av inkomster i toppen? Är man intresserad av marknadsutfallet, disponibla inkomster eller av individers konsumtionsmöjligheter? Ligger fokus på skillnader mellan individers eller familjers inkomster? Hur ska man se på situationer där konsumtion hålls uppe genom ökad skuldsättning? Det finns flera frågor att ta ställning till och vid en genomgång av de olika mekanismer som föreslagits i litteraturen så fokuserar olika teorier på olika delar av fördelningen (se avsnitt 2.2 nedan). Vad gäller datatillgänglighet finns ett antal databaser med Gini-koefficienter för relativt många länder sedan 1970-talet. Här finns ofta olika mått på toppen i relation till mitten, mitten i relation till botten, toppen i relation till botten osv. och man kan i princip hitta indikationer på om förändringar i inkomstjämlighet drivs av en viss del av fördelningen. Vill man gå längre bak i tiden (vilket man typiskt sett måste för att få tillräckligt många observationer för att kunna studera generella mönster i relationen till kriser) är man dock begränsad till data på toppinkomstandelar.²⁰ Dessa har samlats in under det senaste årtiondet och finns för 20-talet i huvudsak industrialiserade länder (däribland Sverige) för större delen av 1900-talet. Dessa data baseras på skattestatistik och eftersom bara en begränsad del av befolkningen betalade (inkomst)skatt under stora delar av 1900-talets första hälft så finns bara homogena serier på toppinkomsttagarnas andel av totala inkomster före skatt och transfereringar. Dessa har dock visat sig vara väl korrelerade med Gini-koefficienten för de perioder för vilka båda måtten finns tillgängliga (Leigh, 2007) och därför används ofta toppinkomstandelar som inkomstspredningsmått även om man egentligen skulle vilja ha information om fördelningen i sin helhet.

¹⁹ Becker och Mauro (2006) definierar en "output collapse" som en minst två-årig episod med en kumulativ BNP förlust på minst 5 % (relativt innan krisen). Barro och Ursua (2008) identifierar kriser som episoder där den kumulativa BNP förlusten är minst 10%.

²⁰ Som Reinhart och Rogoff (2009) konstaterar: "a data set that covers only twenty-five years simply cannot give one an adequate perspective" (s 27-28).

2.2. Leder inkomstjämlighet till finanskriser? Tänkbara mekanismer

I ett försök att strukturera upp de olika teorier som förts fram kan det vara bra att gruppera dem genom att se till om 1) mekanismerna är *kausala* eller bara förändringen i inkomstjämlighet *sammanfaller* med krisen (men orsakas av en tredje faktor), och 2) om mekanismen ser till *ökningar* i inkomstjämlighet i allmänhet eller *inkomstkonzentrationen i sig* som spelar roll.²¹ Denna typ av försök att sortera idéer är alltid behäftad med risken att man förenklar för mycket men förhoppningsvis blir de olika teorierna tydligare genom att kontrasteras på detta sätt.

Den kanske mest citerade och omdiskuterade teorin för hur ökade inkomstskillnader bidrog till att orsaka finanskrisen i USA 2007/2008 är Raghuram Rajans bok *Fault Lines* från 2010. Rajans argument innehåller flera mekanismer som går igen i andra teorier. Han tar sin utgångspunkt i Claudia Goldins och Larry Katz (2008) bok *The race between technology and education*, som menar att USAs framgångar under större delen av 1900-talet grundats i förmågan att utbilda människor i en sådan takt att man kunde hålla jämna steg med den teknologiska utvecklingen som till sin natur gynnar de med högre utbildning. Enligt Goldin och Katz har det amerikanska utbildningssystemet misslyckats med detta de senaste årtiondena med följderna att inkomstklyftorna har ökat.²² Dessa ökade inkomstklyftor skulle i princip ha kunnat öka trycket på omfördelning och utbildningsreformer men det starkt polariserade politiska systemet har inte lyckats implementera något av detta (något som diskuteras i mer detalj av t ex MaCarthy, Poole och Rosenthal, 2006). Istället har man (medvetet eller omedvetet) funnit det lättare att driva igenom reformer och olika stödpaket som gjort det lättare för låginkomsttagare att låna mer. Då finansieringen ofta var statligt garanterad på olika sätt sågs detta som säkra och vinstgivande aktiviteter för banker och andra aktörer på finansmarknaden som därför var positiva till utvecklingen. Rajan redogör detaljerat för de många turer som i slutändan ledde till den överbelåning som,

²¹ Denna uppdelning är inspirerad av den som görs i Atkinson och Morelli (2011) men är utvidgad med ett antal andra referenser som inte tas upp av dem.

²² Det finns en stor mängd teorier med olika empiriskt stöd för varför inkomstskillnaderna ökat och speciellt varför toppinkomsterna ökat så mycket mer än övriga inkomster. De vanligaste anledningarna inkluderar någon form av *skill biased technological change* (antingen i form av ökade utbildningspremier eller genom ökad avkastning på att vara bäst inom sitt område (s.k. "superstar"-teorier), globalisering (t ex lönekonkurrens för många låglönegrupper, och ökad kapitalmobilitet), eller avreglering och liberalisering. Dessa faktorer kan förstås samverka och utesluter inte varandra. Se Atkinson, Piketty och Saez (2011), Dew-Becker och Gordon (2008) och Sandmo (2005) för översikter och diskussioner kring detta.

via ompacketering till MBSer och CDOs, försäkrade via CDSer, med hävstångseffekter via SPVer och SIVer, enligt honom var den amerikanska finanskrisens kärna.²³

Källan i Rajans teori är alltså ökade inkomstskillnader (i grunden drivna av *skill biased technological change*) som skapar ett politiskt tryck på mer omfördelning, men som av olika skäl tar sig formen av lättare tillgång på lånefinansiering (speciellt av bostäder), som leder till överbelåning (och övervärdering) och i slutändan resulterar i en finanskris. Sambandet han argumenterar för är *kausalt* och drivet av *ökade inkomstskillnader*. Att den huvudsakliga kanalen som Rajan pekar på är politisk och att det var politikernas välvilliga försök att hantera ökade inkomstskillnader som var grunden fångas i följande citat: ”but the gap between government intent and outcomes can be wide indeed, especially when action is mediated through the private sector... On net, easy credit, ...provided an extremely costly way to redistribute income” (Rajan, 2010, s. 44).²⁴

En annan uppmärksam studie som ligger nära Rajans är Kumhof och Rancière (2010) som utvecklar en teoretisk modell där befolkningen delas upp i en toppgrupp (topp 5%) som äger kapital och resten av befolkningen som lever på sina löneinkomster (resterande 95%).²⁵ Båda grupperna bryr sig om sin konsumtion över tid, men toppgruppen bryr sig också om sitt kapital. De antar att de respektive gruppernas löner bestäms av en ”förhandlingsprocess” (eller något exogent) och studerar sedan vad som händer om löneinkomsttagarna under en längre period av någon anledning får en relativt mindre del av den producerade kakan (dvs inkomstskillnaderna ökar). Deras resultat är att toppgruppen svarar med att både öka sin konsumtion och genom att spara mer (och som följd vilja låna ut mer) samtidigt som resten av befolkningen svarar med att både konsumera mindre men också med att dämpa konsumtionsfallet genom att låna mer.²⁶ Sammantaget ökar detta risken för en

²³ Mortgage Backed Securities, Collateralized Debt Obligations, Credit Default Swaps, Structured Investment Vehicle, och Special Purpose Vehicle.

²⁴ Citatet taget från Bordo och Meissner (2012).

²⁵ Även om detta förstås är en förenkling så är den inte utan koppling till verkligheten. Faktum är att privat ägt kapital är mycket koncentrerat till toppen av inkomstfördelningen och ser man till inkomstflödet från kapital så är detta nästan uteslutande ett fenomen inom topp 5 (eller högre).

²⁶ En avgörande detalj här är om inkomstskillnaderna är permanenta eller tillfälliga. I det senare fallet så kan en ökad volatilitet i den transitoriska komponenten i inkomster leda till ökat lånande

finanskrise. De relaterar sina teoretiska resultat till utvecklingen i USA både under 20-talet och under årtiondena innan krisen 2007/2008 och konstaterar att utvecklingen matchar den i modellen; inkomstskillnaderna mellan de i toppen och resten av befolkningen går upp samtidigt som hushållens skulder går upp under en lång period fram till en kris. Deras modell matchar också det faktum att inkomstskillnaderna i USA ökat mycket mer än konsumtionsskillnaderna vilket förstås är möjligt om låginkomsttagarna lånar till konsumtion.

Kumhof och Rancières (2010) teori är *kausal* i att ökade inkomstskillnader resulterar i att både utbudssidan och efterfrågesidan på kapitalmarknaden agerar på ett sätt som ökar risken för en kris. Trots likheterna med Rajans teori finns en viktig skillnad i att den politiska kanalen inte alls behövs för att detta ska hända i deras modell.

Stiglitz (2009/2012) fokuserar på konsumtionsbehovet hos de som sett sina *relativa* inkomster sjunka och som kompenserat detta genom (för mycket lån), vilket senare resulterade i krisen. Robert H. Frank har under flera årtionden i böcker och forskningsartiklar förfäktat idén att relativa skillnader skapar problem i sig då individer ”överinvesterar” för att hålla jämna steg med varandra i t ex konsumtion, med resultatet att alla får det sämre (i nyttotermer, de får dock mer i materiella termer).²⁷ Frank, Levine, och Djik (2010) visar hur inkluderandet av relativa hänsyn i en modell där inkomstskillnaderna ökar kan leda till att alla lånar mer till konsumtion. I dessa fall har ökade inkomstskillnader en kausal effekt på risken för en finanskrise genom ökad skuldsättning i befolkningen. Bertrand och Morse hittar empiriskt stöd för denna typ av hypotes. Konsumtionsökningar bland höginkomsttagarna (över P80 i deras studie) påverkar konsumtionen i inkomstgrupperna precis under: De tolkar sina resultat som ”most consistent with the view that visible increased consumption by the rich induces status-seeking or status-maintaining consumption by the less rich.” (Bertrand and Morse, 2011, p. 1). Resultaten är tydligast för närliggande grupper precis som i teorin i Frank, Levine och Djik (2010).

för att utjämna inkomstsvängningar över livet. Om detta är fallet (vilket Greenspan 1996, och Kreuger och Perri 2003, 2006 argumenterade för) så är ett ökat lånande den effektiva kreditmarknadens respons på tillfälliga svängningar. Dock verkar uppgången i inkomstskillnader inte bara vara en ökad volatilitet i inkomstflödet utan i huvudsak bestå av ökad spridning i livsinkomster (t ex Kopczuk, Saez och Song, 2010).

²⁷ Den så kallade ”relativa inkomsthypotesen” lanserades av Duesenberry (1949).

Alla teorierna ovan fokuserar på någon form av lånefinansierad ”överkonsumtion” som inte varit hållbar. De finns dock de som vänt på detta perspektiv och, i likhet med Karl Marx och James K Galbraith, argumenterat för att de ökade inkomstskillnaderna resulterat i en *minskad aggregerad efterfrågan* i ekonomin. Denna låga efterfrågan har i sin tur gjort att den förda penningpolitiken resulterat i låga räntenivåer och som drivit fram överdrivet låntagande.

Branko Milanovic (2009) sammanfattar många av idéerna i en beskrivning som understryker också både utbuds- och efterfrågesidan för att förklara hur ökade inkomstskillnader ökat risken för en finanskris. Hans utgångspunkt är att inkomstkoncentrationen i toppen skapat enorma förmögenheter vilket i sin tur skapat en stor efterfrågan på finansiella tjänster och ett behov av kapitalförvaltning. Samtidigt har de som fått relativt lägre inkomster försökt att kompensera sitt minskade konsumtionsutrymme. Slutligen har politiker också haft en roll, i linje med Rajans argument:

”The interest of several large groups became closely aligned. High net-worth individuals and the financial sector were keen to find new lending opportunities. Politicians were eager to ”solve” the irritable problem of middle class income stagnation. The middle class and those poorer than them were happy to see their tight budget constraint removed, as if by a magic wand, consume all the fine things purchased by the rich, and partake in the longest US post World War II economic expansion.”

Shleifer och Vishny (2010) identifierar också ett ändrat risktagande i finanssektorn som svar på en ökad inkomstkoncentration i toppen och därmed en ökad efterfrågan på högre risktagande från ett relativt fåtal mycket rika individer. Inkomstkoncentrationen är en *kausal* faktor bakom ett ökat risktagande i finanssektorn.

De ovanstående teorierna trycker alla på inkomstskillnadernas *kausala effekt* på risken för en finanskris. Andra har dock tonat ned den ökade inkomstspridningens roll som den faktor som orsakat krisen. De menar istället att det finns faktorer som förklarar

både ökningen i toppinkomster och den ökade risken för en kris, men inte nödvändigtvis en kausalitet mellan de två. Daron Acemoglu (2011) har argumenterat för att politik i USA i allt högre utsträckning styrs av pengar och att denna utveckling gjort att rika och därmed inflytelserika personer kunnat påverka regleringar och policy på ett sätt som skapat en finanssektor som resulterat i både enorma inkomstklyftor i samhället och en ökad risk för en finanskris. Ökad inkomstkoncentration har gått hand i hand med ändrade politiska spelregler och tillsammans har dessa faktorer bidragit till en ökad risk för en finanskris.²⁸ Han argumenterar för att Rajans teori förvisso kan ha sina förtjänster men menar att det finns flera anledningar till varför den inte förklarar finanskrisens uppkomst. 1) Timingen är fel. Om det fanns en period då politiker borde ha agerat för att underlätta för låginkomsttagare så var det 1980-talet, inte 2000-talet. 2) Allt tyder på att amerikansk politik i allt lägre utsträckning tar hänsyn till de med lägst inkomster medan pengars inflytande blivit allt viktigare. 3) De verkligt stora förändringarna i inkomstfördelningen syns i den yttersta toppen av fördelningen, 4) I efterhand kan man konstatera att de stora finansiella aktörerna fått hjälp av staten medan det funnits stort motstånd mot policy för att hjälpa de drabbade låginkomsttagarna. Simon Johnson och James Kwak (2010) redogör också i detalj för hur inflytelserika finansinstitutioner agerade under krisen för att försäkra sig om att de kom så lindrigt undan som möjligt. Argumenten stöds också av Igan, Mishra, och Tressel (2009) som med detaljerade data visar att finansiella institutioner som var mer aktiva i lobbyverksamhet hade större riskexponering än andra. Acemoglu sammanfattar sin syn på krisen så här:

”All in all, preliminary (and admittedly subjective) reading of facts suggests that politics was key, as the Rajan hypothesis also maintains, but in a different way. Not as a mere response to inequality, but a potential driver of the changes in parts of the income distribution and financial crisis.”

²⁸ Robert Reich ger också uttryck för att pengars inflytande på politiken var avgörande: “The real reason . . . had to do with power. . . . With hefty campaign contributions, and platoons of lobbyists and public relations flacks, the rich helped push through changes that enabled them to accumulate more and more wealth [through] deregulating Wall Street” (2010, 58).

Andra har pekat på den roll som ändrade incitament i finansbranschen haft.²⁹ I en fascinerande studie av Agarwal och Wang (2009) studeras utfallet i ett stort naturligt experiment som genomfördes av en stor amerikansk bank där en grupp anställda fick en del av sin ersättning i relation till mängden utlåning, medan en annan grupp även fortsatt bara hade fast lön. Resultatet blev att incitamentslönen ledde till en 47% ökning av mängden lån och en ökning med 24% av uteblivna lånebetalningar (default rate). Cahuc och Challe (2009) modellerar effekten av att anställda i allt högre utsträckning fått sin ersättning knuten till ”säljprestation” vilket resulterat i höga ersättningar men också högre risktagande. Även här är alltså ökningen i inkomstskillnader och den ökade risken för en kris relaterad till en tredje gemensam faktor – incitamentsstrukturen i finansbranschen – snarare än kausal.

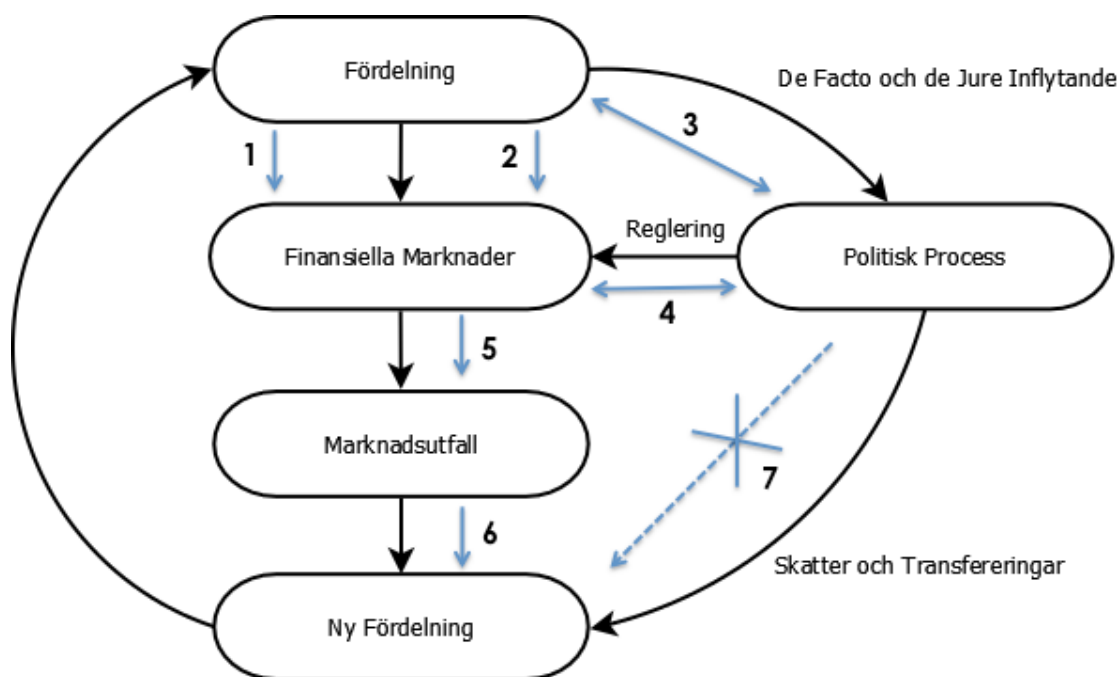
Relaterat visar Phillipon och Reshef (2009) att avregleringar av finansiella marknader är tydligt relaterade till ersättningsnivåer och finansiell innovation och att branschen uppvisar inkomster utöver vad som kan förklaras av andra observerbara aspekter (som ökad komplexitet och krav på utbildning). Även här finns det faktorer som driver inkomstutvecklingen i finanssektorn och risken för en kris snarare än att den ena påverkar den andra.³⁰ Studier som försökt reda ut vilka toppinkomsttagarna är finner också stöd för att personer aktiva inom finanssektorn är klart överrepresenterade både i USA (Kaplan och Rauh, 2011) och i England (Bell och Van Reenen, 2010).

Sammantaget kan man säga att de flesta av dessa teorier argumenterar för *inkomstskillnadernas kausala roll för sannolikheten att det blir finanskris*. Teorierna varierar i hur mycket vikt som läggs på olika delar av fördelningen (vissa lägger till exempel stor vikt vid inkomstkoncentrationen i toppen av fördelningen snarare än inkomstspridning i befolkningen i stort). De varierar också lite i vad som är anledningen till det ökade lånandet (t ex individers relativa konsumtion, eller policy för att stimulera konsumtion) och även i vilken utsträckning den politiska kanalen har en nyckelroll eller en biroll i sammanhanget. Andra pekar dock på att *faktorer som ändrade incitamentsstrukturer i finansbranschen eller ett förändrat politiskt landskap*

²⁹ Fahlenbrach och Stulz (2009), och Bebchuck och Spamann (2009) sammanfattar mycket av denna forskning. Se även Gordon och Dew-Becker (2008).

³⁰ Denna utveckling kan också ha negativa samhällsekonomiska effekter om ”överkompensation” i finanssektorn drar till sig alla talanger och man därigenom får en ”brain-drain” från andra sektorer där dessa personers samhällsekonomiska bidrag skulle vara högre.

(ev. drivet av ändrade sociala normer) drivit både de observerade ökningarna i inkomstskillnader och den ökade risken för finanskriser. Även här pekar vissa på hur politiken och regleringen i allt för hög utsträckning formats av lobbyverksamhet och därmed skapat system som gynnat vissa grupper (i värsta fall på andras bekostnad) medan andra fokuserar på förändringar i hur marknaden fungerar som påverkat både inkomstspridningen och risken för kriser.



De olika teoriernas mekanismer kan beskrivas i den tidigare presenterade figuren. Till exempel: Rajans (2010) teori fokuserar på efterfrågan hos medel- och låginkomsttagare på kompensation för sin lönestagnation (3) och då den politiska processen inte levererade denna i form av ökad omfördelning (7) utan via avreglering av kreditmarknaden (4) så resulterade detta i en möjlighet att under en period bibehålla höga konsumtionsnivåer (5) men till priset av en ökad skuldsättning som i slutändan inte var hållbar. Andra, som Acemoglu (2011) och Reich (2010) fokuserar på de facto inflytandet på politik som kommit av en ändrad politisk process och ökad inkomstkoncentration (3) som gjort att finansiell (av)reglering (4) blivit sådan att den gynnat enskilda grupper som kunnat tjäna mer vilket koncentrerat inkomsterna ännu mer (5), (6), osv. Andra har fokuserat på den ökade efterfrågan på kredit hos låginkomsttagare (1) och ett ökat utbud av kredit från höginkomsttagare (2) som resulterat jämnare konsumtionsutfall (5) men en ojämna fördelning i att de med låga

inkomster blivit allt mer skuldsatta (6), etc. Andra ser till motsvarande kanaler men understryker den relativa inkomsthypotesens roll i sammanhanget.

2.3. Leder inkomstjämlighet till finanskriser? Empiriska resultat

Mycket av det som skrivits på sistone har fokuserat på USA och det mesta på den senaste krisen (i någon utsträckning även på parallellerna till 1930-tals krisen). Utgångspunkten för de flesta ekonomiska studier av frågor av typen ”Leder ökad inkomstspridning till finanskriser?” är dock att reda ut om detta är ett mer generellt samband. För detta krävs dock många observationer och lyckligtvis är finansiella kriser så pass ovanliga att det resulterar i ett problem för empiriska studier av sambandet (speciellt om man vill försöka inkludera lands- och tidsspecifika effekter).

Flera studier (t ex Borio och White, 2003, Becker och Mauro, 2006, Barro och Urzua, 2008, Mendoza och Terrones, 2008 och Barro, 2009) av kriser hittar samvariation mellan makrovariabler, däribland kreditexpansion (credit booms) men mycket få har inkluderat inkomstskillnader som en förklarande variabel. Till viss del beror det på att det tills nyligen inte har funnits jämförbara tidsserier över inkomstskillnader men också på att inkomstskillnader tills relativt nyligen inte spelat någon framskjuten roll i modeller över makrobalanser.³¹

Atkinson och Morelli (2011) gör i en ny artikel en sammanställning av hur den enklast tänkbara relationen mellan förändringar i inkomstskillnader och finansrespektive BNP-kriser ser ut. De har helt enkelt samlat data på inkomstskillnader från 25 länder över 1900-talet (baserat på data från toppinkomstdatabasen, Atkinson och Piketty 2007, 2010) och relaterat detta till alla kriser som identifierats i dessa länder under de senaste dryga 100 åren. De har sedan kodat alla episoder efter utvecklingen innan och efter krisen som ”stigande”, ”konstant”, ”fallande” eller ”ingen (eller otillräcklig) information. Tabellen nedan sammanfattar deras resultat för relationen mellan inkomstförändringar och finanskriser.³²

³¹ Det mesta av denna forskning har fokuserat mycket på de empiriska problemen med att varna för kriser (så kallade ”early warning systems”). Se Becker (2010) för en översikt av dessa problem.

³² Tabellens första kolumn samlar alla situationer där inkomstspridningen fallit *efter* krisen. Det finns totalt 8 sådana kriser. På respektive rad delas dessa fall sedan upp i hur inkomstspridningen

		Efter				Summa
		Fallande	Konstant	Stigande	Ingen info	
Innan	Stigande	1	0	2	3	6
	Konstant	2	1	4	3	10
	Fallande	1	2	1	2	6
	Ingen info	4	5	6	35	50
	Summa	8	8	13	43	72

Tabell 1. Sammanfattning av relationen mellan förändringar i inkomstspridning runt finanskriser (totalt 72 kriser i 25 länder).

En första slående observation är att även med de nya dataset som skapats för att studera långsiktiga förändringar i inkomstskillnader så är majoriteten av fallen ändå svåra att bestämma. Det andra är att utfallen är relativt jämt fördelade mellan alla möjliga varianter av utveckling av inkomstskillnader före och efter finanskriser. Ser man först till utvecklingen *före* en finanskris så kan man konstatera att i sex fall ökar inkomstskillnaderna, i 10 fall är nivån oförändrad, och i sex fall faller inkomstskillnaderna (och i hela 50 fall kan vi inte avgöra hur inkomstutvecklingen sett ut). Ser vi till de olika utvecklingsbanorna kan vi lägga ihop de tre möjliga utfallen som ligger uppåt till vänster, och de tre nedåt till höger, om diagonalen som består av att utvecklingsbanan inte påverkas av krisen (markerade med fet stil i diagrammet). De tre möjliga fallen uppåt till vänster har det gemensamt att utvecklingen antingen vänder ner eller att en positiv utveckling bryts. De tre möjliga fallen nedåt till höger är situationer där den tidigare trenden antingen vänder upp eller att en tidigare negativ trend bryts. Räknar man utfall så finns tre observationer där utvecklingen vänder ner, medan krisen i sju fall följs av att inkomstskillnaderna ökar eller att en tidigare fallande trend bryts. Det är alltså vanligare att finanskriser följs av att skillnaderna ökar än tvärtom (men antalet observationer är förstås alldeles för litet för att man ska kunna dra några slutsatser av detta). Atkinson och Morelli (2011) studerar också utvecklingen kring drastiska BNP-fall. Resultaten här är lika i bemärkelsen att det inte finns någon tydligt mönster i hur inkomstskillnader utvecklas före och efter kriser.

sett ut *före* dessa. Vid ett tillfälle ökade inkomstspridningen, vid två tillfällen var den konstant, vid ett tillfälle gick den ner, och vid fyra av de åtta tillfällena kan vi inte bestämma hur inkomstspridningen förändrades innan de kriser som följdes av fallande inkomstspridning.

Atkinson och Morellis (2011) sätt är å ena sidan transparent och tydligt men lider samtidigt av att de inte kontrollerar för andra faktorer som påverkar sannolikheten för en kris. I en ny studie av Bordo och Meissner (2011) studeras om ökade inkomstskillnader generellt varit en bidragande faktor till kreditexpansion, den kanal som flera av teorierna i avsnitt 2 är baserade på, och också en faktor som andra studier funnit vara en bra prediktor för finanskriser. Deras huvudresultat är att inkludering av ökade inkomstskillnader inte har någon effekt på att förklara sannolikheten för kreditexpansion när man inkluderar andra faktorer som tidigare studier visat vara relaterade till kreditexpansion som BNP tillväxt, låga räntor, investeringar i relation till BNP, etc. I figuren nedan visas till vänster relationen mellan förändringar i mängden lån (på y-axels) i relation till förändringar av topp 1 % gruppens inkomstandel. Här kan man möjligen se ett svagt men positivt samband mellan de två variablerna. I figuren till höger visas dock relationen mellan residualerna (ϵ och u) av två regressionsekvationer:

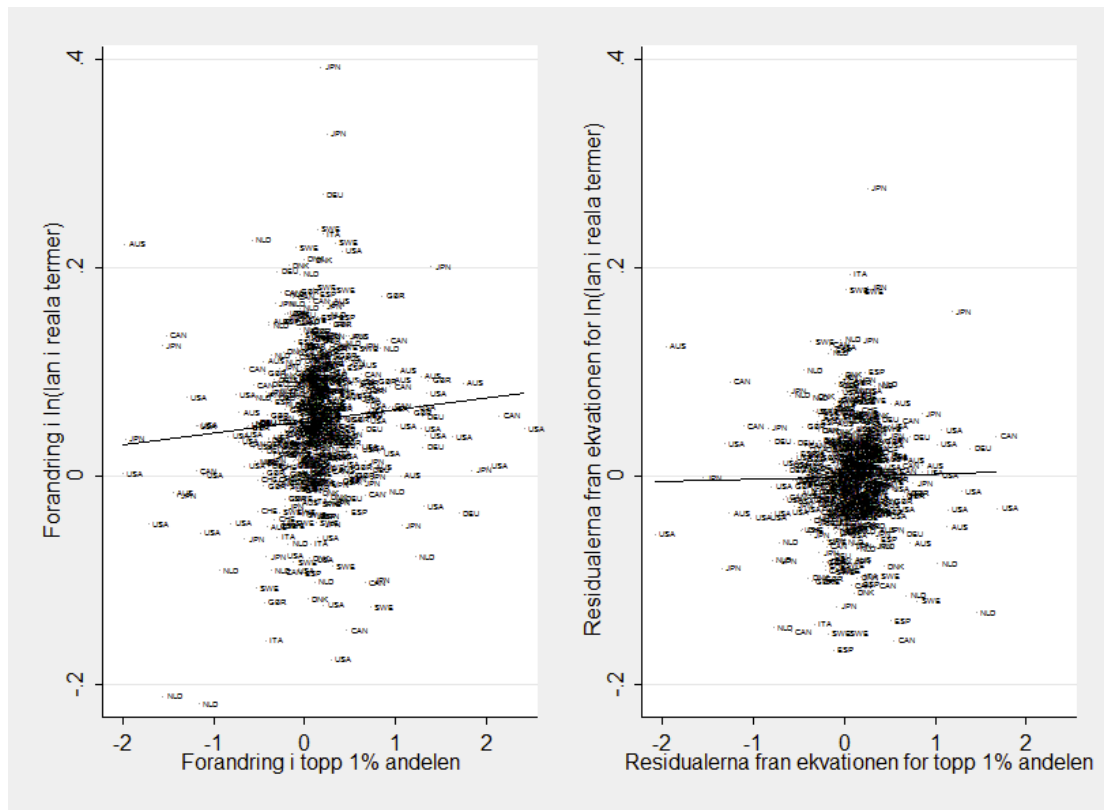
$$\text{Förändring i lån} = \beta X + \epsilon \quad (1)$$

$$\text{Förändring i topp 1\%} = \gamma X + u \quad (2)$$

Som synes finns nu inget samband kvar. Tolkningen av detta samband är relativt enkel: Förändringar i lån förklaras av en rad faktorer som fångas av X .³³ Den återstående variationen finns kvar i ϵ och frågan är om förändringarna i topp 1% (inkomstskillnadsmåttet) kan bidra till att förklara detta. Vi vill dock ta bort den del av variationen i inkomstskillnadsmåttet som i sin tur beror på X . När vi gör det får vi kvar u . Kort sagt; om det finns någon relation mellan kreditexpansion och inkomstskillnader när vi tagit bort den variation som förklaras av andra faktorer (X) så ska det finnas en korrelation mellan ϵ och u och det gör det inte.³⁴

³³ X innehåller följande variabler: "country fixed effects, year fixed effects, and lagged changes of the following: the log of real GDP, short-term interest rates, the log of the real money supply, the log of the ratio of investment to GDP, and the ratio of the current account to GDP.

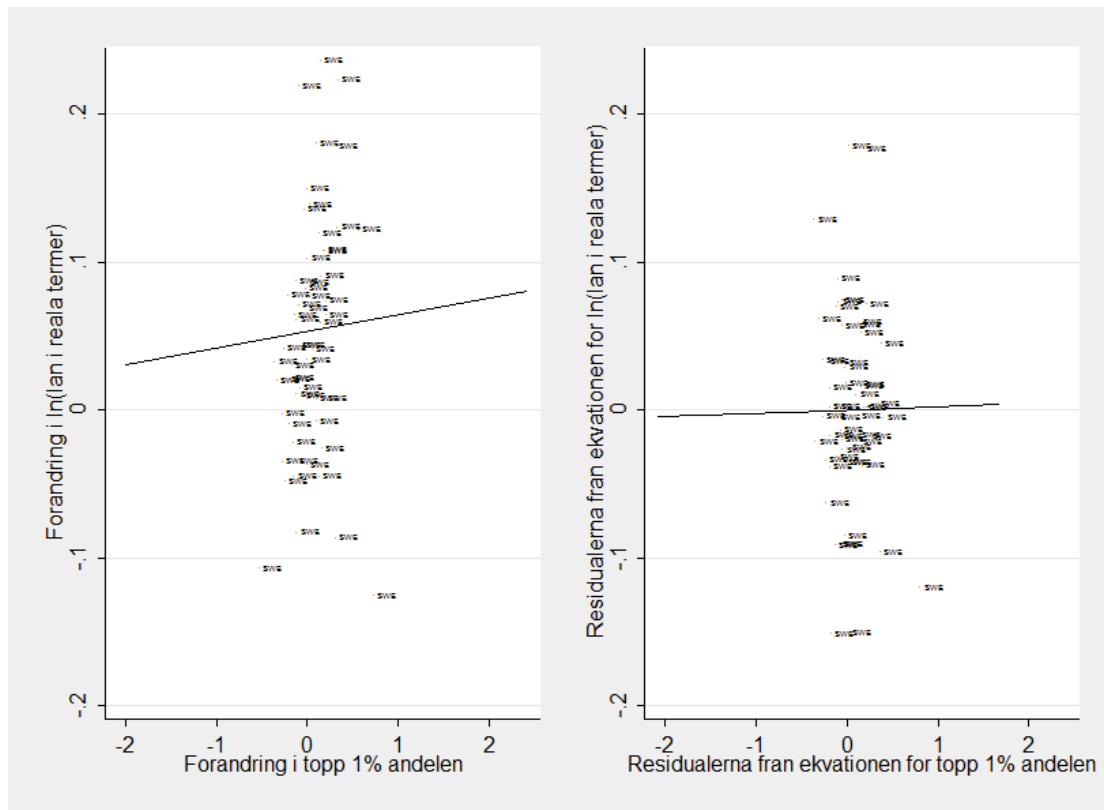
³⁴ Det finns dock många återstående problem med Bordo och Meissners ansats rent ekonometriskt och deras resultat ska tolkas med försiktighet.



Figur 2: Korrelation mellan kreditexpansion och förändring i inkomstskillnader (till vänster) och relationen rensad för andra förklarande variabler (till höger).

Om man bara ser till hur de svenska observationerna ser ut i detta ”moln” av länder och perioder så ser man att mönstret inte är ett dugg tydligare för Sverige. Om möjligt så är även den rena korrelationen mellan kreditexpansion och förändring i inkomstskillnader (till vänster) ännu svagare än i datamaterialet överlag.³⁵

³⁵ I figur 3 är de skattade relationerna de samma som i figur 2, dvs baserade på all data, men endast de svenska data punkterna är utsatta.



Figur 3: Korrelation mellan kreditexpansion och förändring i inkomstskillnader (till vänster) och relationen rensad för andra förklarande variabler (till höger) med bara de svenska observationerna utsatta i figuren.

Utan att fokusera på finansiella eller andra kriser studerar Roine, Vlachos och Waldenström (2009) inkomstskillnader mellan tre grupper – den yttersta toppen (topp 1 %), höginkomsttagare exklusive topp 1 % (P90-99) och resten av inkomsttagarna (P0-90) – och en rad makrovariabler däribland finansiell utveckling. Data sträcker sig över hela 1900-talet för 16 i huvudsak industrialiserade länder över hela 1900-talet. De visar att finansiell utveckling är relaterad till öknings i toppinkomsttagarnas inkomstandel. Denna uppgång är begränsad till den yttersta toppen (topp 1 %) medan gruppen precis därunder (P90-99) inte ökar sin andel. De finner också att denna toppgrupp i relativa termer tjänar på BNP-tillväxt över den genomsnittliga trenden. Dessa resultat är i linje med de teorier som fokuserat på att toppinkomsttagarna har inkomster som i större är relaterade till den ekonomiska utvecklingen. De studerar också effekten av kriser på dessa gruppers inkomstandelar och finner att toppgruppen (P99-100) i snitt tappar inkomstandelar som följd av en finanskris medan de andra

grupperna inte påverkas.³⁶ Här är det dock viktigt att poängtera en begränsning i data. Bristen på historisk information om fördelningen under topp-decilen gör att vi inte kan studera effekten av kriser på de med lägst inkomster eller ens medelinkomsttagarna, då alla under topp-10 bildar en residualgrupp. Ser man till detaljerade data kring 90-talskrisen och den senaste krisen 2007-2009 i Sverige så visar de att topp 1 tappar andelar men det gör också de med låga inkomster vilket resulterat i en relativt oförändrad Gini koefficient.

Sammanfattningsvis kan man konstatera att det inte finns några robusta empiriska belägg för någon allmängiltig relation mellan inkomstskillnader och finanskriser.

3. Inkomstskillnader och finanskriser i Sverige

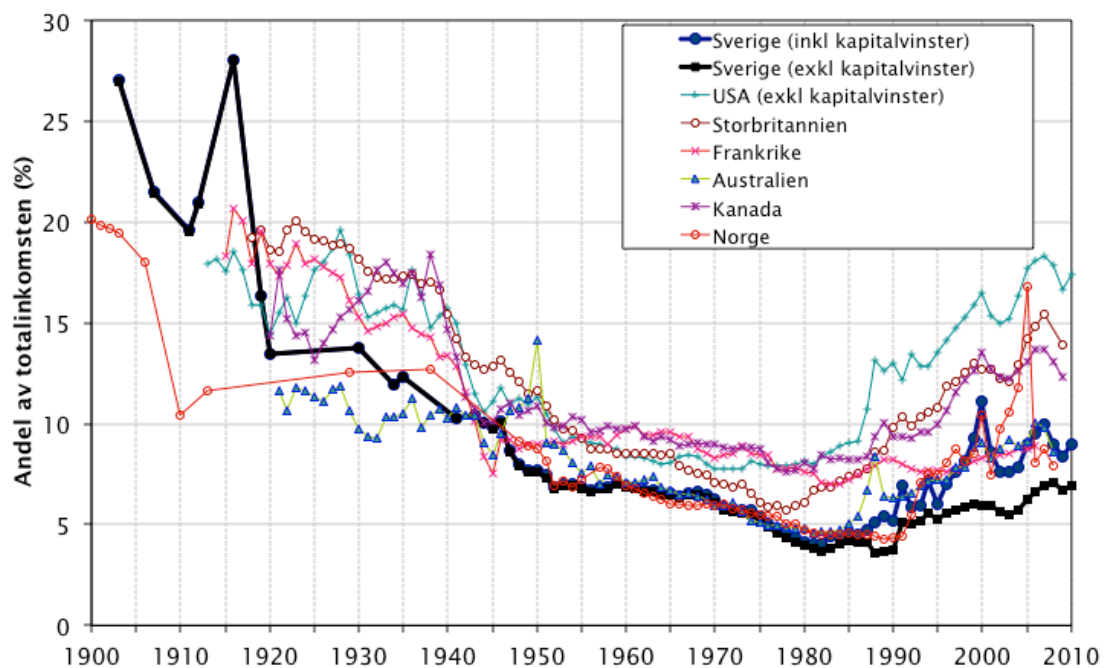
Det är odiskutabelt så att inkomstskillnaderna i Sverige har ökat sedan 1980-talet.³⁷ Detta gäller på alla nivåer, både i termer av marknadsutfall och för disponibel inkomst. Skillnaderna har också ökat i alla delar av fördelningen, mellan medianinkomsttagarna och höginkomsttagarna, och mellan medianinkomsttagarna och låginkomsttagarna. Även andelen personer som har mindre än 50% av medianens disponibla inkomst (en vanlig definition av relativ fattigdom) har stigit. Till viss del beror detta på ökad lönespridning men en betydande faktor är kapitalinkomsternas ökade betydelse. I en dekomponering av olika komponenters bidrag till Gini visar Björklund och Jäntti (2011) att nästan hela uppgången (från runt 0,2 till runt 0,3) kan hänföras till bidraget från kapitalinkomster.³⁸ En relaterad faktor som spelat en allt större roll är de realiserade kapitalvinsterna. Enligt Roine och Waldenström (2011) så har denna post som andel av alla inkomster ökat från ungefär 0,5% till att i snitt vara minst 10 gånger så hög (andelen fluktuerar kraftigt mellan 3-4% och 7-8% under 2000-talet). Dessa realiserade kapitalvinster är starkt koncentrerade till toppen av fördelningen (även när man tar genomsnitt över flera år) vilket gör att bidraget från denna post till ökad inkomstkoncentration i toppen är betydande.

³⁶ Roine, Vlachos och Waldenström (2009) testar också effekten av valutakriser (currency crises) jämfört med finanskriser (banking crises) och konstaterar att dessa inte har motsvarande negativa effekt på toppgruppens inkomstandel.

³⁷ Björklund och Jäntti (2011) ger en utmärkt översikt av denna utveckling och sammanfattar vad vi vet om inkomstskillnadernas utveckling i Sverige.

³⁸ Figur 2.11 på sidan 51 i Björklund och Jäntti.

Sett i ett längre perspektiv så är de senaste decenniernas ökade inkomstskillnader ett brott med utvecklingen under hela 1900-talet fram till runt 1980. Under hela den perioden föll toppinkomstandelarna (före skatter och transfereringar) trendmässigt.³⁹ Som illustreras av figur 5 har denna trend på många sätt varit likartad för många västländer men samtidigt ska det understrykas att utvecklingen efter 1980 varit heterogen. Uppgångarna har varit betydligt mindre i de flesta europeiska länderna jämfört med England, Kanada och USA. I de nordiska länderna har trenden varit nästan lika brant uppåtgående som i de Anglosaxiska länderna men från mycket lägre nivåer.⁴⁰

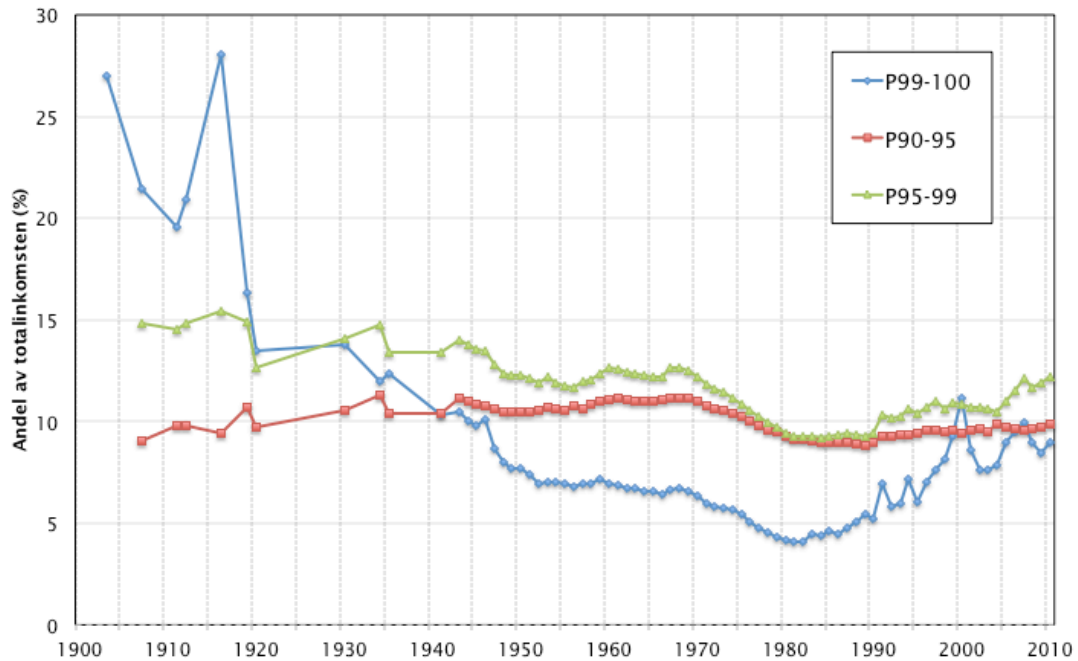


Figur 5. Toppinkomstandelen i olika länder över 1900-talet och fram till idag. Individinkomster före skatt och transfereringar exkl realiserade kapitalvinster om inget annat anges.

Ytterligare en slående aspekt av den långsiktiga inkomstutvecklingen i Sverige är hur mycket av den som drivs av förändringar i den yttersta toppen (och hur små förändringarna är för den undre halvan av toppdecilen).

³⁹ För så här långa perioder finns endast taxeringsbaserade toppinkomstdata före skatt och transfereringar som är jämförbara mellan länder. Men för perioder för vilka vi har mått på både toppandelar och Gini så ser trenden mycket snarlik ut, speciellt i Sverige.

⁴⁰ Atkinson, Piketty och Saez (2011) sammanfattar forskningen kring långsiktiga inkomstskillnader och dess bakomliggande faktorer.

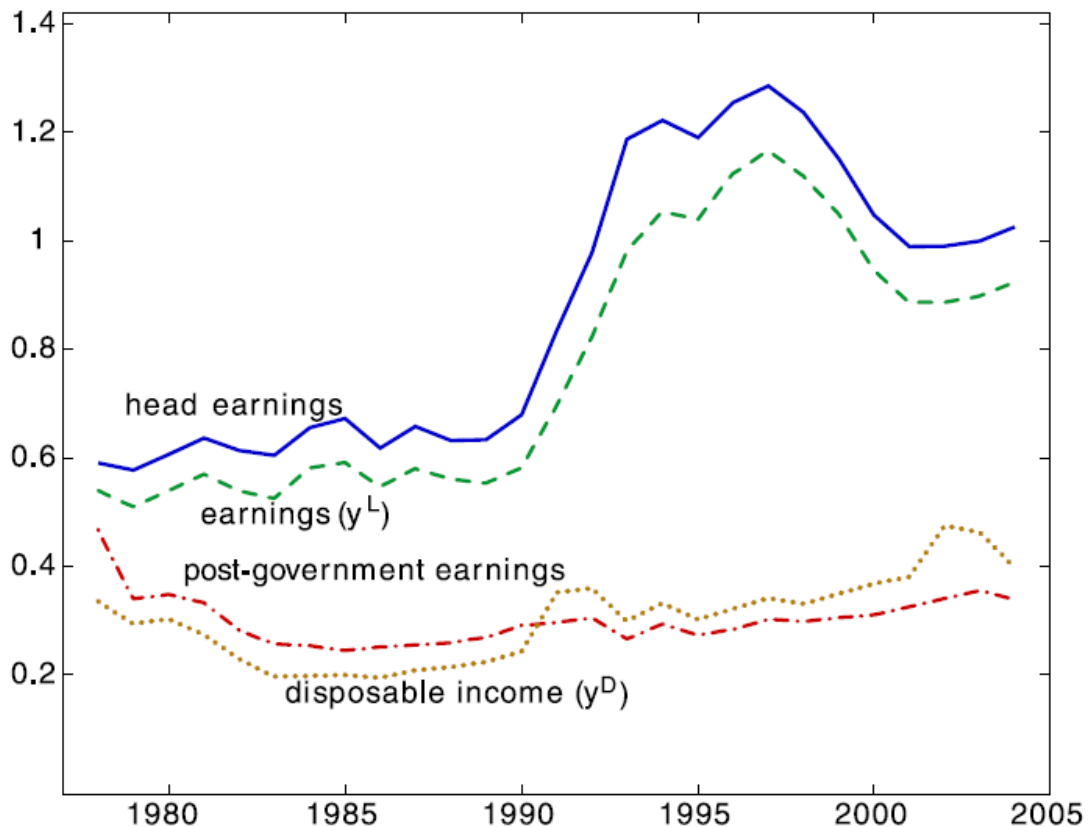


Figur 6. Olika toppinkomstandelars utveckling i Sverige över 1900-talet och fram till idag. Individinkomster före skatt och transfereringar inkl. realiserade kapitalvinster.

Denna utveckling illustrerar vikten av att även se till utvecklingen inom toppgruppen och inte bara till relationer mellan t ex topp 10 och andra grupper.

3.1. Utveckling inkomstskillnader i samband med finanskriser i Sverige

Något förvånande har effekterna av finanskrisen både i början av 1990-talet och (så här långt) 2007-2009 varit ganska små på de disponibla inkomsternas fördelning. Aaberge et al. (2000) studerar de nordiska ländernas erfarenheter från 90-tals krisen och konstaterar att arbetslöshetsunderstöd och andra transfereringar motverkade en del av uppgången av skillnaderna i disponibel inkomst, men samtidigt påpekar de att detta inte är tillräckligt för att förklara den relativt stabila Gini koefficienten. Generellt sett kan man dock säga att skatter och omfördelning har haft en stor effekt på skillnaden mellan marknadsinkomster och disponibla inkomster. Domeij och Flodén (2010) har studerat utvecklingen av individuella löner (earnings) och konstaterar att trots en markant uppgång i inkomstspridning (till stor del driven av högre arbetslöshetsnivåer efter 90-talskrisen) så har disponibla inkomster ökat i väsentligt lägre utsträckning. I linje med detta visar de också att konsumtionsojämlikheten har ökat i betydligt lägre utsträckning än skillnaderna i inkomster.



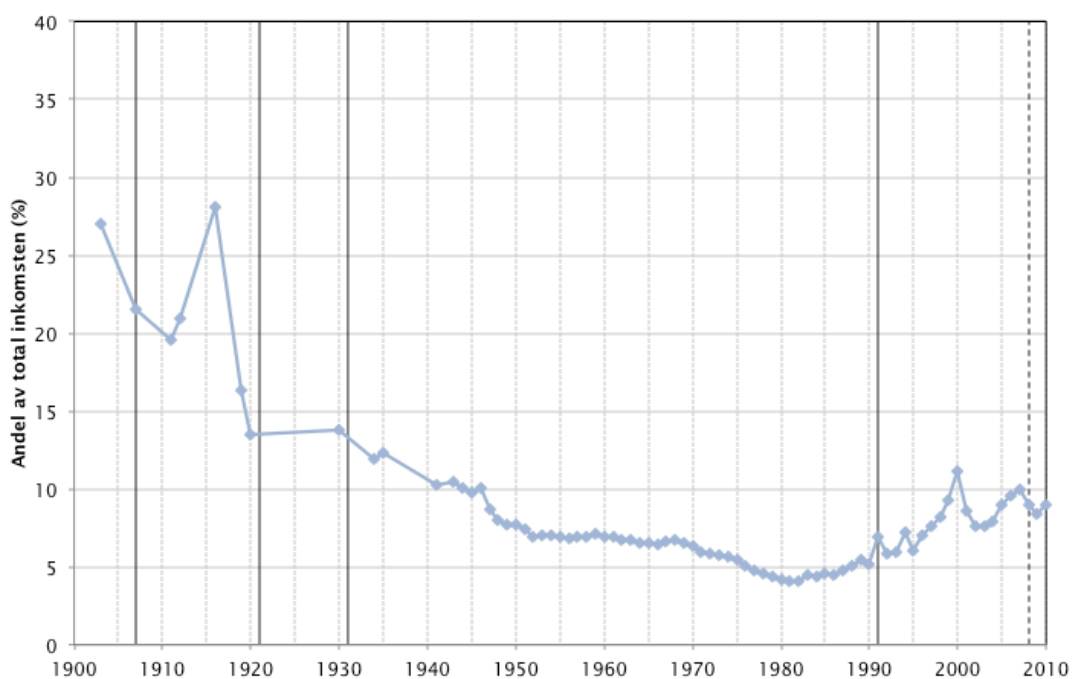
Figur 7: Skatter och transfereringars omfördelande effekt i Sverige (från Domeij och Flodén (2010). Y-axeln mäter ”variance of log equivalized income” baserat på data från LINDA.

Vad gäller perioden efter den senaste krisen 2007-2009 så verkar den relativt stabila utvecklingen av Gini så här långt drivas av att både toppens inkomstandel minskade något samtidigt som de i botten också fick lägre inkomster med resultatet att dessa effekter åtminstone initialt tar ut varandra. Preliminärt tycks det dock som om toppgruppens inkomstandel återhämtat sig snabbare och att inkomstskillnaderna som följd kan komma att öka. Det finns också anledning att vara vaksam på utvecklingen framöver då färre personer idag omfattas av vissa försäkringssystem jämfört med i början av 1990-talet.⁴¹

Ser man till utvecklingen av inkomstskillnader i ett längre perspektiv, och då speciellt på utvecklingen runt de finansiella kriser som varit, så är svårt att se något tydligt mönster. Krisen i början av 1920-talet föregicks av kraftigt fallande inkomstskillnader, perioden innan den i början av 1930-talet är svårare att avgöra då

⁴¹ Jenkins et al (2011) konstaterar att denna typ av utveckling kan vara konsekvenser på längre sikt i många länder som drabbats av krisen då budgetförstärkande åtgärder sätts in.

vi bara kan observera inkomstskillnaderna 1920 och 1930. Mellan dessa två punkter har skillnaderna ökat något men det är sannolikt att vi missar viktig utveckling på 1920-talet. Sammantaget är det därför svårt att säga hur inkomstskillnaderna ändrades innan 1930-tals krisen. Vad gäller utvecklingen före såväl 1990-tals krisen och den senaste krisen 2008 så föregås båda av ökade inkomstskillnader. I båda fallen finns en viss tillbakagång i toppandelarna under och direkt efter krisen men dessa återhämtar sig relativt snabbt (även om det är tidigt att säga något om detta för perioden efter 2008 så pekar data så här långt på det). Sett till hela perioden sedan 1980-talet så är det snarast så att toppinkomstandelarna, liksom inkomstskillnader i allmänhet, trendmässigt ökat och att finanskriserna inte tycks ha haft någon stor effekt i bemärkelsen att de skulle utgöra trendbrott i någon riktning.



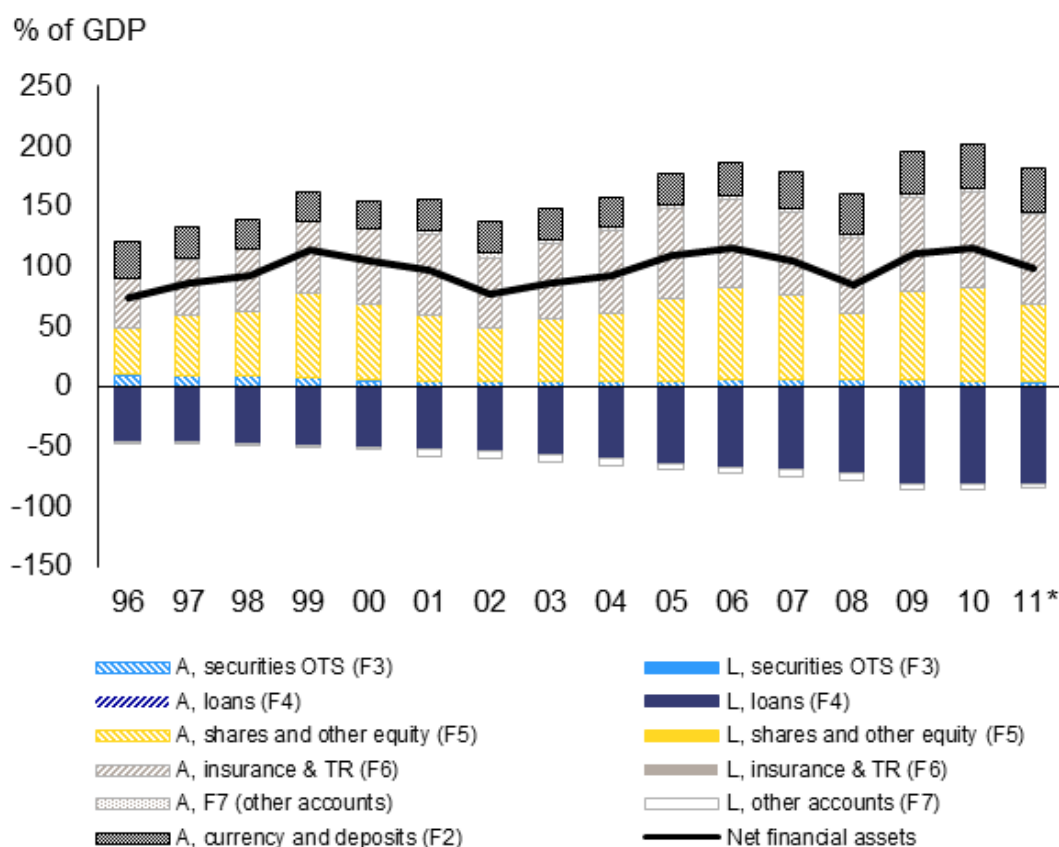
Figur 8. Toppinkomstandelen (P99-100) i Sverige i relation till fem finanskriser (1907, 1921, 1931, 1991, och 2007). Individinkomster före skatt och transfereringar exkl realiserade kapitalvinster om inget annat anges

3.2. Utveckling av de möjliga mekanismerna i fallet Sverige

Flera av teorierna i avsnitt 2 understryker inkomstskillnadernas negativa roll på finansiell stabilitet genom att de drivit individer att belåna sig för mycket. Vare sig det beror på att individer bryr sig om relativ konsumtion (t ex Frank, et al., 2010) eller för att låg efterfrågan drivit fram stimulanspolitik som i slutändan slagit fel (t ex Fitoussi

och Saraseno, 2009) eller om det drivits av kombinationen av ökat sparande i toppen av fördelningen och ökad kreditefterfrågan i resten av fördelningen (t ex Kumhof och Rancière, 2010) så har det en sak gemensamt; hushållens skuldsättning ökar gradvis över tid innan krisen.

Ser man till utvecklingen i Sverige så ser skuldkvoten mätt som skulder/BNP eller skulder/disponibel inkomst ganska oroväckande ut. Då dessa ökat kraftigt och befinner sig fortfarande på höga nivåer. Samtidigt har hushållens tillgångssida också ökat. Sammantaget tycks alltså hushållens balansräkning vara relativt oförändrad (se figur 7 nedan) och med mindre än att tillgångspriser (främst då kanske huspriser) faller så föreligger inte någon makroobalans. De uppgifter som finns kring fördelning av tillgångar och skulder indikerar också att den största delen av skulderna hålls av dem med de högsta inkomsterna med låginkomsttagarna står för en mycket liten del.⁴²



Figur 9: Svenska hushålls balansräkning där både skulder (negativa tal i grafen) och tillgångar (positiva tal) ökat men där balansen i stort sett är oförändrad.

⁴² En ny studie från Europeiska kommissionen (2012) sammanfattar fördelningsbilden så här: "A full 60% of all mortgages are held by the highest-earning fifth of households, whereas the lowest-earning fifth only holds about 3% of total debt".

Jämför man detta med teorierna för hur inkomstskillnader kan leda till ökad efterfrågan på lån hos låg och medelinkomsttagare, en ökad skuldsättning och därigenom en ökad risk för en kris så finns vissa tecken på detta i Sverige. Hushållens skulder i relation till BNP och disponibla inkomster har ökat till höga nivåer. Samtidigt så finns en ökande tillgångssida och dessutom en fördelning av lånen som inte alls matchar en ”sub-prime” situation i USA innan krisen.⁴³

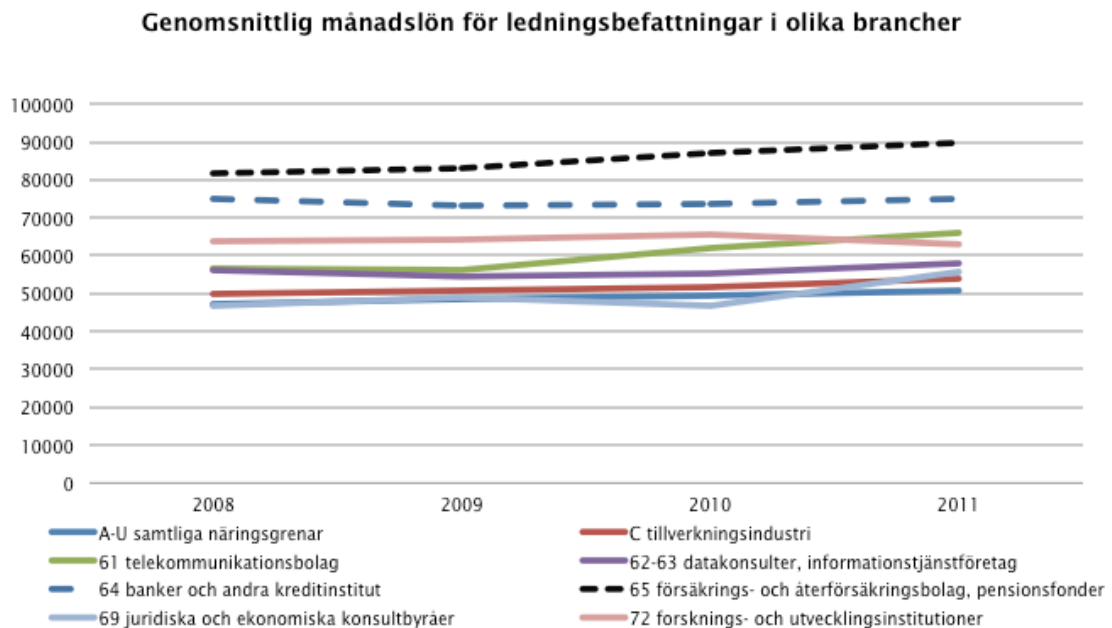
Vad gäller kompositionen och drivkrafterna bakom de ökade inkomstskillnaderna i Sverige vet vi som sagt en del om den rent statistiska kompositionen men inte tillräckligt om de bakomliggande faktorerna för att kunna tolka utvecklingen. Att kapitalinkomster och realiserade kapitalvinster ökat i betydelse och att dessa är kraftigt koncentrerade till den yttersta toppen är klart men vi kan inte säga mycket om källan till dem. Det spelar stor roll för tolkningen om vi tror att de kommer ifrån mer eller mindre passivt sparande eller om delar av dessa inkomster i själva verket är mer eller mindre förtäckta löneinkomster. Ett exempel på hur det senare skulle kunna vara en del är ökningen av kapitalinkomster hos småföretag efter 2006 då de nya 3:12 reglerna infördes. Även realiserade kapitalvinster kan mycket väl vara relaterade till arbetsprestationer genom att företag som skapas och drivs till ett skede där de säljs, i högre utsträckning kan betala sig i form av realiserade kapitalvinster snarare än lön under arbetet med företaget.

Slutligen skulle det vara intressant att veta mer om utvecklingen av ersättningar inom finanssektorn i Sverige och vilken roll personer inom finansbranschen spelar i den kraftiga ökningen av toppinkomstandelar. Finns det tecken på en ökad lönepremie inom finanssektorn (som i Phillipon och Reshef, 2008)? Är höginkomsttagarna inom finanssektorn överrepresenterade i den yttersta inkomsttoppen (som i Kaplan och Rauh, 2009 och i Bell och Van Reenen, 2010)? Dessa frågor har inte studerats på svenska data.⁴⁴ Figur 8 och 9 indikerar dock att finansbranschen står ut i termer av

⁴³ I en mycket uppmärksam studie visar Mian och Sufi (2009) att ”enklare tillgång” till lån för personer med små marginaler låg bakom en stor del av uppgången i långivning (och att det var möjligheten att sälja vidare dessa lån som utgjorde motivet för dem i första ledet).

⁴⁴ Till stor del beror detta på att det inte finns lönedata (och än mindre inkomstdata) grupperat efter sektor och arbetsbeskrivning på tillräckligt detaljerad nivå, och framförallt då definitioner ändrats över tid på ett sätt som gör jämförelser svåra.

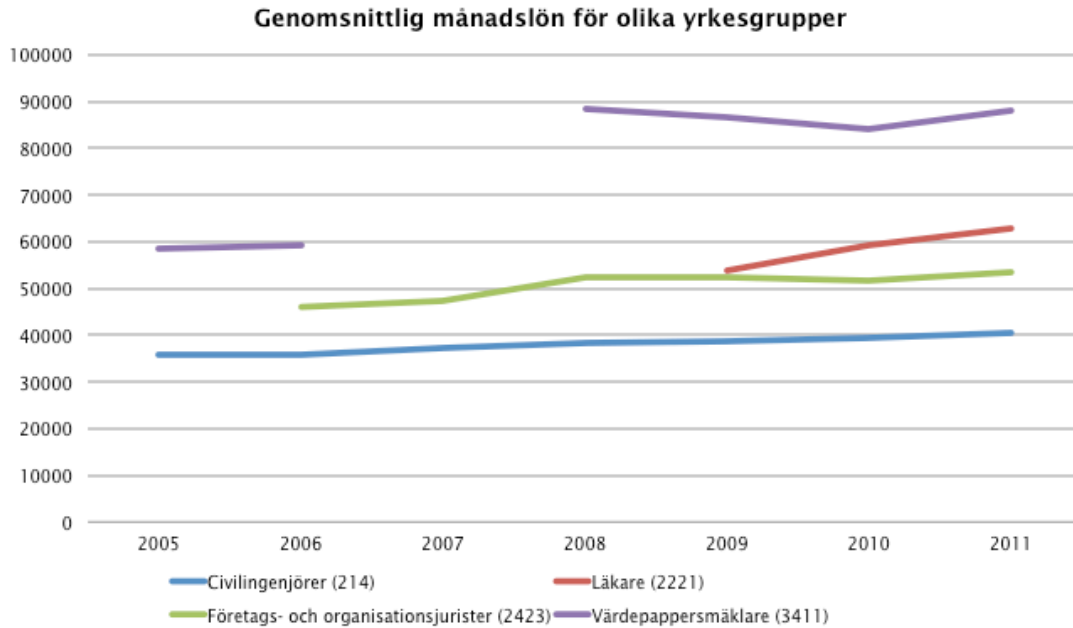
genomsnittliga ersättningar för anställda på ledningsbefattningar och även när man jämför olika ”prestige” yrken.



45

Figur 10: Jämförbara genomsnittliga månadslöner för personer på ledningsbefattningar inom privatsektor i olika branscher, 2008-2011. SCBs lönestatistik.

⁴⁵ Det stora hoppet uppåt för värdepappersmäklare mellan 2006 och 2008 ser förvånansvärt stort ut. Avstämningar med ansvariga för statistiken säger dock att det inte skett någon definitions eller annan metodförändring under denna period. En tydlig utveckling är dock att inkomstspridningen inom gruppen värdepappersmäklare ökat kraftigt och att snittet för denna relativt lilla grupp kan påverkas kraftigt om det till övervägande del är de ”framgångsrika” som är kvar i gruppen. Ser man till kvoten P90/P10 så har den ökat från 3,7 till 5,1 mellan åren 2008 och 2011 (medan kvoten P50/P10 ökat betydligt mindre, från 1,8 till 1,95). Tack till Daniel Widegren på SCB för data och upplysningar om statistiken.



Figur 11: Genomsnittliga månadslöner för olika yrkesgrupper (enl SSYK), 2005-2011. SCBs lönestatistik.

Dessa lönenivåer kan förstås reflektera skillnader i produktivitet, krav på utbildning och kompetens, arbetsuppgifters komplexitet, och konkurrensutsatthet, etc. men det kan också finnas andra faktorer som skulle behöva studeras närmare och över en längre tid.⁴⁶ Odiskutabelt är dock att dessa löneskillnader är en del av vad som formar incitamenten för personer som väljer yrke och i den bemärkelsen är det klart att finanssektorn allt annat lika är mer attraktiv. Följande citat (taget från Cahuc och Challe, 2009) illustrerar vad många tycker sig se som problematiskt med detta.⁴⁷

One of the changes that I would like to see – and I’m going to be talking about in this in weeks to come – is seeing our best and our brightest commit themselves to making things – engineers, scientists, innovators. For so long, we have placed at the top of our pinnacle folks who can manipulate numbers and engage in complex financial calculations. And – and that’s good. We need some of that. But you know what we can really use is some more scientists and

⁴⁶ Mycket preliminära jämförelser med data för perioden 1995-2006 indikerar t ex att ledningsbefattningar inom finanssektorn (kod för chef och kod för sektorer 64 och 65 (bank och försäkring) låg marginellt högre i lönenivåer än chefer i allmänhet och att trenden över denna period var likartad. Om dessa data är jämförbara så indikerar det ett stort hopp uppåt för löner inom bank, finans- och försäkringssektorerna i mitten av 2000-talet. Detta behöver dock studeras mer i detalj.

⁴⁷ Baumol (1990) menar mängden "entreprenöriell talang" i samhället är relativt konstant och att det är viktigt för ekonomisk tillväxt att denna kanaliseras till "rätt" aktivitet. Murphy, Shleifer och Vishny (1991) visar i en teoretisk modell hur privatekonomisk avkastning kan få de duktigaste individerna att söka sig till aktiviteter som i slutändan resulterar i sänkt ekonomisk tillväxt.

some more engineers who are building and making things that we can export to other countries.

President Barack Obama,
Georgetown University Washington, D.C. April 14, 2009

Att studera denna fråga närmare för Sverige framstår som ett intressant och viktigt forskningsområde.

Sammantaget kan man säga att många av de aspekter som betonas i den amerikanska utvecklingen (stagnerande löner för låg och medelinkomsttagare, kraftig låneexpansion bland låg och medelinkomsttagare, politisk oförmåga/ovilja att omfördela) vare sig är eller har varit lika framträdande i Sverige.

Skuldsättningsgraden är visserligen relativt hög i förhållande till inkomster men inte i förhållande till tillgångarna (vilket förstås kan ändras om tillgångsvärdena sjunker vilket gör det till en faktor som måste följas noggrant). Ytterligare en skillnad är att skulderna i Sverige i dagsläget snarast är koncentrerade till höginkomsttagare än till de med mycket små marginaler. Lobbyverksamhet och pengar spelar inte heller samma roll i politiken som i USA vilket minskar risken för ”political capture” (vilket inte betyder att Sverige skulle vara immunt mot politisk och annan korruption). Vad gäller löneutveckling inom finanssektorn och effekterna av incitamentsprogram som ökar risktagande vet vi för lite om de specifika svenska förhållandena för att kunna dra några tydliga slutsatser.

Sammanfattning

- De flesta teorier som rör relationen mellan inkomstklyftor och finansiella kriser som debatterats de senaste åren pekar på en *kausal* länk från ökade inkomstskillnader till risken för en finanskris. Mekanismerna varierar något men i samtliga fall leder ökad inkomstspridning till ökad lånefinansiering i gruppen som halkar efter och/eller (efterfrågan på) ökat risktagande hos gruppen som får en större del av inkomsterna. Båda dessa faktorer ökar sannolikheten för kriser. Vissa mekanismer är rent ”ekonomiska” i att de drivs av interaktionen mellan grupperna som får mindre respektive större inkomstandelar men många understryker också den politiska delen av denna process. Politiker kan svara på krav hos den grupp som halkar efter och t ex kompensera med enklare tillgång till finansiering (Fannie och Freddie), eller genom att stimulera aggregerad efterfrågan (som faller då inkomster koncentreras för

mycket), eller genom liberalisering och reformer som efterfrågas av inflytelserika intressen (inom finanssektorn).

- Andra har dock formulerat idéer som resulterar i en *samvariation* mellan ökade inkomstklyftor och risken för finanskriser, men där sambandet *inte är kausalt*. Nya ersättningsstrukturer och nya möjligheter inom finanssektorn har förändrat incitamenten för enskilda att ta allt större risk då detta varit individuellt lönsamt. Detta kan i sig leda till både större inkomstskillnader (till stor del drivna av ökade toppinkomster inom finanssektorn) och till en ökad risk för kriser, men orsaken till båda är en gemensam tredje faktor. Även här kan man skilja på teorier som understryker de politiska kanalerna och de som fokuserar på de ekonomiska mekanismerna. Med fokus på USA har många pekat på pengars ökade inflytande på politik som drivit igenom reformer och lagstiftning som möjliggjort ökat risktagande och som även resulterat i att krisens konsekvenser inte i första hand slagit mot finanssektorn (och dess ersättningsnivåer). Ytterligare en aspekt av de höga ersättningsnivåerna är att detta kan ha negativa samhällsekonomiska konsekvenser då avkastningen på att vara verksam i den finansiella sektorn blir så mycket högre relativt andra aktiviteter.
- *Empiriskt finns dock mycket lite stöd för att ökad inkomstspridning generellt skulle vara en god prediktor eller bidragande orsak till finansiell expansion (eller till kriser)*. Det finns dock indikationer på att finansiell utveckling (liksom ekonomisk tillväxt över det långsiktiga snittet) gynnar toppinkomsttagarna (topp 1 %) men inte höginkomsttagare i allmänhet (topp 10% minus den översta procenten), men också på att toppgruppen förlorar inkomstandelar efter en kris. Detta är i linje med teorier om att toppinkomsttagare gynnas speciellt genom att deras ersättningar är närmare knutna till ekonomisk utveckling än andra.
- Det faktum att teorierna inte får empiriskt stöd som allmängiltiga ska inte tas som intäkt för att de helt kan avfärdas, eller att de inte skulle kunna vara giltiga för enskilda kriser. Kriser är så ovanliga att det är svårt att studera dem och samtidigt kontrollera för andra faktorer som kan skilja sig åt mellan tillfällena.
- Ser man specifikt på den svenska utvecklingen så finns endast fem finanskrisepisoder från början av 1900-talet till idag (givet att 2008 räknas som en kris vilket är ett gränsfall enligt ofta använd metodologi). För krisen 1907 saknar vi tillräckliga data, krisen 1922 föregicks av fallande inkomstskillnader, för perioden före krisen 1931 saknar vi också tillräckliga data för att bestämma utvecklingen. Både kriserna 1991 och 2008 föregås av ökade inkomstskillnader men det finns inte mycket som tyder på att sambandet i den svenska kontexten skulle vara kausalt (från ökad inkomstskillnad

till kris). Ser man till relationen mellan kreditexpansion och förändringar i inkomstfördelningen i Sverige över hela 1900-talet så finns inte heller något tydligt mönster.

- Jämför man Sverige med USA (som är utgångspunkt för många av teorierna) finns ett antal viktiga skillnader i hur inkomstskillnaderna utvecklats. I Sverige har lönespridningen förvisso ökat men inte på ett sådant sätt att låg och medelinkomsttagare under flera decennier skulle upplevt reallönestagnation (vilket varit fallet i USA). Toppinkomsterna har ökat nästan lika mycket som i USA sedan 1980 i procentuella tal. Detta har dock skett från en mycket låg initial nivå. Sverige befinner sig nu på ungefär den nivå där USA var runt 1980 så i absoluta tal finns inte alls motsvarande inkomstkoncentration som där.
- Ser man till utvecklingen av de indikatorer och mekanismer som presenteras i teorierna för hur sambandet mellan inkomstskillnader och kriser ser ut så uppvisar Sverige ett mönster där t ex skuldsättning i relation till inkomster ökat både före 1990-tals krisen och före den senaste krisen (och nivåerna är fortsatt höga). Dock har hushållens tillgångssida också ökat på ett sådant sätt att balansräkningen totalt sett inte förändrats så mycket. I den nuvarande situationen är det dessutom så att stora delar av skulderna hålls av höginkomsttagare snarare än de med låga inkomster. Den balans som finns i dagsläget kan dock komma att förändras snabbt om tillgångspriser skulle komma att falla.
- Mycket preliminära data på utveckling av vissa löner i finanssektorn i Sverige visar dock att det kan finnas faktorer som ökat lönepremien i sektorn på ett sätt som är svårt att förklara med ökade krav på utbildning eller produktivitet. Detta skulle vara i linje med teorin att sektorn har ersättningsnivåer över vad som är trendmässigt stabilt och att ”rents” i sektorn attraherar talang från andra sektorer på ett sätt som inte är samhällsekonomiskt optimalt.
- En annan potentiellt viktig utveckling i Sverige är den ökade roll som kapitalinkomster och realiserade kapitalvinster kommit att få. Dessa är mycket koncentrerade till toppen av fördelningen och en ökad förståelse för vad som ligger bakom denna utveckling är viktig för vilka slutsatser som ska dras.
- Ser man till hur kriserna har slagit och generellt sett hur det svenska välfärdssystemet fungerat kan man konstatera att omfördelning genom skatter och transfereringar fortsatt spelar en viktig utjämnande roll i Sverige. Den kanal, som många menar saknats i USA, för att korrigera negativa marknadsutfall för vissa grupper tycks ha fungerat relativt väl i Sverige, vilket kan ses som en tillgång för systemets långsiktiga stabilitet.

- Slutligen är det viktigt att mera generellt se till dynamiken mellan fördelning, marknadsutfall och politik. Ett fördelningsutfall som uppfattas som "orättvist" och som man inte lyckas motivera som "nödvändigt" kommer i slutändan att resultera i krav på politiska förändringar. I värsta fall kan en sådan utveckling ta sig uttryck i en ökad polarisering av samhället. Det kan också ge en oroväckande grogrund för populism.

Referenser

Aaberge, Rolf, Anders Björklund, Markus Jäntti, Peder J. Pedersen, Nina Smith och Tom Wennemo (2000), »Unemployment Shocks and Income Distribution: How did the Nordic Countries Fare during their Crises?«, *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 102, nr 1, s. 77–99.

Acemoglu, Daron (2011). "Thoughts on Inequality and the Financial Crisis, presentation held at the *American Economic Association*, <http://economics.mit.edu/files/6348>

Acemoglu, Daron, och James Robinson (2006). "Economic Origins of Dictatorship and Democracy", Cambridge University Press, Cambridge:MA.

Agarwal, Sumit och Wang (2009). "Perverse Incentives at the Banks? Evidence from a Natural Experiment" Federal Reserve Bank of Chicago WP 2009-08.

Aghion, Philippe, Abhijit Banerjee, och Thomas Piketty (1999). "Dualism and Macroeconomic Volatility" *Quarterly Journal of Economics*, Nov 1999.

Aghion, Philippe och Patrick Bolton (1997). "A Trickle-Down Theory of Growth and Development with Debt Overhang", *Review of Economic Studies*: 64:2, pp. 151-62.

Alesina, Alberto och Roberto Perotti (1996). "Income Distribution, Political Instability, and Investment", *European Economic Review*, 40:6, pp. 1203-38.

Alesina, Alberto och Dani Rodrik (1994). "Distributive Politics and Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, 109:2, pp. 465-90.

Atkinson, Anthony B. och Andrea Brandolini (1999). "Promise and Pitfalls in the Use of Secondary Data-Sets: A Case Study of OECD Income Inequality", *Journal of Economic Literature*, 39:3, pp. 771-799.

- Atkinson, Anthony B., Piketty, Thomas, och Emmanuel Saez (2011). "Top Incomes in the Long Run of History". *Journal of Economic Literature* 2011, 49:1, 3–71
- Atkinson, Anthony B., och Salvatore Morelli (2011). "Economic Crises and Inequality". *Human Development Reports Research Paper 2011/06*, UNDP.
- Banerjee, Abhijit och Andrew F. Newman (1993). "Occupational Choice and the Process of Development", *Journal of Political Economy*, 101(2), 274-298.
- Banerjee, Abhijit V. och Esther Duflo (2003). "Inequality and Growth: What Can the Data Say?" *Journal of Economic Growth*, Vol. 8(3):267-299.
- Barro, Robert J., (2000). "Inequality and growth in a panel of countries", *Journal of Economic Growth*, 5(1), 5-32.
- Barro, Robert J., och J. F. Ursúa, (2008). "Macroeconomic crises since 1870", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 255-350.
- Barro, Robert J., (2009). "Rare disasters, asset prices and welfare costs", *American Economic Review*, vol 99: 243-264.
- Bartels, Larry, (2008). *Unequal Democracy: the Political Economy of the New Gilded Age*, Princeton: Princeton University Press.
- Baumol, William J. (1990), 'Entrepreneurship: productive, unproductive, and destructive', *Journal of Political Economy*, 98 (5), 893–921.
- Bebchuk, Lucian A. och Holger Spamann (2009). "Regulating Bankers' Pay", Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 641
- Becker, Torbjörn och Paulo Mauro (2006). "Output drops and the shocks that matter" *IMF Working Paper* 06/172, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Bell, Brian och John Van Reenen (2010). "Bankers' pay and extreme wage inequality in the UK" Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science, London, UK.
- Bénabou, Roland (1996), "Inequality and growth", i B. Bernanke och J. Rotemberg (eds), *NBER Macroeconomics Annual* 1996, Cambridge, MA: MIT Press.
- Bertrand, Marianne och Morse, Adair (2011): Consumption contagion: Does the consumption of the rich drive the consumption of the less rich?, http://faculty.chicagobooth.edu/adair.morse/research/NBER_reporter_summaryAug2011.pdf
- Björklund, Anders och Richard B. Freeman (2010). "Searching for Optimal Inequality/Incentives", i Freeman, Richard B., Birgitta Swedenborg och Robert H. Topel (red.), *Reforming the Welfare State: Recovery and Beyond in Sweden*, Chicago: The University of Chicago Press.

- Björklund, Anders och Markus Jännti. (2011). "SNS Valfärdsrapport 2011 – Inkomstfördelningen i Sverige", Stockholm: SNS Förlag.
- Bordo, Michael D. och Christopher M. Meissner, (2012). "Does Inequality Lead to a Financial Crisis?," *NBER Working Papers* 17896, National Bureau of Economic Research.
- Borio, C. and White, W. W. (2003). Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes. in *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy: A Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 28-30 August*, pp 131-211.
- Bourguignon, Francois (1981). "Pareto-Superiority of Unegalitarian Equilibria in Stiglitz' Model of Wealth Distribution with Convex Savings Function", *Econometrica*, 49(6), 1469-75.
- Cahuc, Pierre och Edouard Challe (2009), "Produce or speculate? Asset bubbles, occupational choice and efficiency", IZA Discussion Paper 4630.
- Claessens, Stijn och Enrico Perotti (2005). "The links between finance and inequality: channels and evidence". Background paper to the *World Development Report 2006*. World Bank.
- Demirguc-Kunt, Asli, och Ross Levine (2009). "Finance and Inequality: Theory and Evidence", *Annual Review of Financial Economics*, 1, 287-318.
- Dew-Becker, Ian, och Robert J. Gordon (2005). "Where did the productivity growth go? Inflation dynamics and the distribution of income". *Brooking Papers on Economic Activity* 2, 67–127.
- Domeij, David, och Martin Flodén (2008). "Inequality Trends in Sweden 1978-2004," *Review of Economic Dynamics*, Elsevier for the Society for Economic Dynamics, 13(1), 179-208.
- Duesenberry, J, (1949). "Income, saving and the theory of consumer behaviour", Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- Easterly, William och Sergio Rebelo (1993). "Fiscal Policy and Economic Growth: An Empirical investigation", *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 417-58.
- Europeiska kommissionen (2012). COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT: In-Depth Review for SWEDEN in accordance with Article 5 of Regulation (EU) No 1176/2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances.
- Fahlenbrach, Rüdiger och René M. Stulz (2010) "Bank CEO Incentives and the Credit Crisis" Fisher College of Business Working Paper Series.

Fitoussi, Jean-Paul och Francesco Saraceno, 2010. "Inequality and Macroeconomic Performance," Documents de Travail de l'OFCE 2010-13, Observatoire Francais des Conjonctures Economiques (OFCE).

Forbes, Kristin (2000). "A reassessment of the relationship between inequality and growth", *American Economic Review*, 90(4), 869-887.

Frank, Robert H, Levine Adam S., and Oege Dijk (2010). "Expenditure cascades", (September 13, 2010). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1690612> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1690612>

Gabaix, Xavier, and Augustin Landier (2008). "Why Has CEO Pay Increased So Much?", *Quarterly Journal of Economics*, 123(1), 49-100.

Galor, Oded och Joseph Zeira. 1993. "Income Distribution and Macroeconomics", *Review of Economic Studies*, 60(1) 35-52.

Goldin, Claudia, och Lawrence F. Katz (2008a). *The Race Between Education and Technology*. Belknap Harvard University Press, Cambridge:MA.

Goldin, Claudia, och Lawrence F. Katz (2008b) "Transitions: Career and Family Lifecycles of the Educational Elite", *AEA Papers and Proceedings*.

Goldin, Claudia och Margo, Robert A. (1992), "The Great Compression: The wage structure in the United States at mid-century", *Quarterly Journal of Economics* 107(1), 1-34.

Gordon, Robert J. och Ian Dew-Becker (2008), *Controversies about the Rise of American Inequality: A Survey*, NBER. Working Paper, National Bureau of Economic Research

Greenspan, Allan (1996), Address: *Job insecurity and technology*, Conference Series; Proceedings (June), 173-181.

Greenwood, Jeremy, och Boyan Jovanovich (1990). "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy* 98(5), 1076-1107.

Igan, Deniz, Mishra, Prachi och Thierry Tressel (2009) "A Fistful of Dollars: Lobbying and the Financial Crisis" *IMF Working Paper* 09/287, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Johnson, Simon och Kwak, James (2010) "*13 bankers*". Random House, New York.

Kaldor, Nicoals (1955) "Alternative Theories of Distribution," *Review of Economic Studies*, 23(2), 83-100.

Kaplan, Steven, och Joshua Rauh (2010). "Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes?" *Review of Financial Studies*, 23(3), 1004-1050.

Keynes, John M. (1920). "*The Economic Consequences of the Peace*" Macmillan and Co. Limited.

Khwaja, Asim I., och Atif Mian (2011). "Rent Seeking and Corruption in Financial Markets", *Annual Review of Economics*, 3: 579-600.

Kindleberger, Charles P., och R. Aliber (2005). "*Manias, panics, and crashes: A history of financial crises*", fifth edition, John Wiley, Hoboken.

Kopczuk, Woizchick, Saez, Emmanuel och Jae Song (2010). "Earnings inequality and mobility in the United States: Evidence from social security data since 1937" *Quarterly Journal of Economics* 125(1), 91-128.

Krueger, Dirk och Fabrizio Perri, (2003). "On the Welfare Consequences of the Increase in Inequality in the United States", *NBER Working Paper*, National Bureau of Economic Research

Krueger, Dirk och Fabrizio Perri, (2006). "Does income inequality lead to consumption inequality? Evidence and theory", *Review of Economic Studies* 73, 163-193.

Krugman, Paul (2009). "*The return of depression economics and the crash of 2008*", W W Norton, New York.

Krugman, Paul (2010), Inequality and Crises: New York Times blog "The Conscience of a liberal" (June), <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/06/28/inequality-and-crises/>

Kumhof, Michael, och Ranciere, Roman (2010) "Inequality, Leverage and Crises", *IMF Working Papers* 10/268, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Laeven, Luc och Fabián Valencia, (2008). "Systemic banking crises: A new database", *IMF Working Paper* 08/224, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Laeven, Luc och Fabián Valencia, (2012). "Systemic Banking Crises Database: An Update", *IMF Working Paper* 12/163, International Monetary Fund, Washington, D.C. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12163.pdf>

Leigh, Andrew (2007). "How closely do top income shares track other measures of inequality" *Economic Journal*, 117 (November), 589–603.

Levine, Ross, 2005. "Finance and Growth: Theory and Evidence," in: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.), *Handbook of Economic Growth*, 1, 12, 865-934.

Li, Hongyi och Heng-Fu Zou. 1998. "Income inequality is not harmful for growth: Theory and evidence", *Review of Development Economics*, 2(3):318–334.

- McCarty, Nolan, Poole, Keith N., och Howard Rosenthal (2006). ”*Polarized America: The Dance of Ideology and Unequal Riches*”, MIT Press, Cambridge:MA.
- Mendoza, E.G. Terrones, M. (2008). ”An Anatomy of Credit Booms: Evidence from the Macro Aggregates and Micro Data”. *NBER Working Paper* 14049.
- Mian, Atif och Amir Sufi (2009) ”The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 124:4, 1449-1496.
- Milanovic, Branko, (2009), Yale Global Online, 4 May.
<http://yaleglobal.yale.edu/content/two-views-global-crisis>
- Murphy, Kevin M. Shleifer, Andrei och Robert Vishny (1991), The allocation of talent: Implications for growth, *Quarterly Journal of Economics* 106(2), 503-30.
- Perotti, Enrico C. och Paolo F. Volpin (2004). ”Lobbying on entry” *CEPR Discussion Paper* No. 4519.
- Perotti, Roberto (1993). ”Political Equilibrium, Income Distribution, and Growth,” *Review of Economic Studies*, 60:4, 755-76.
- Perotti, Roberto (1996). ”Growth, Income Distribution, and Democracy: What the Data Say”, *Journal of Economic Growth*, 1:2, 149-87.
- Persson, Torsten och Guido Tabellini (1994). ”Is Inequality Harmful for Growth?” *American Economic Review*, 84:3, 600-21.
- Persson, Torsten och Guido Tabellini (2000). ”*Political Economics*”, Cambridge, MA: MIT Press.
- Persson, Torsten och Guido Tabellini (2003). ”*The Economic Effects of Constitutions*”, Cambridge, MA: MIT Press.
- Philippon, Thomas och Ariel Reshef, (2012), “Wages and human capital in the U.S. financial industry: 1909-2006”, *Quarterly Journal of Economics*, 127(4), 1551–1609
- Piketty, Thomas (1997). ”The Dynamics of the Wealth Distribution and the Interest Rate with Credit Rationing”, *Review of Economic Studies*, 64(2), 173-90.
- Pontusson, Jonas (1992), ”*The Limits of Social Democracy – Investment Politics in Sweden*”, Ithaca and London: Cornell University Press
- Rajan, Raghuram, och Luigi Zingales, (2003). The great reversals: the politics of financial development in the 20th Century. *Journal of Financial Economics* 69, 5–50.
- Rajan, Raghuram G (2010). *Fault lines: How hidden fractures still threaten the world economy*, , Princeton: Princeton University Press.

Rancière, Roman, Tornell, Aaron och Fabian Westermann. (2008) "Systemic crises and growth", *Quarterly Journal of Economics*, vol 34: 359-406.

Reinhart, Carmen M. och Kenneth S. Rogoff (2009). "This time is different", Princeton University Press, Princeton.

Roine, Jesper och Daniel Waldenström (2008). "Globalisering och inkomstfördelning", Underlagsrapport nr 20 till Globaliseringsr det.

Roine, Jesper, och Daniel Waldenström (2008) "The Evolution of Top Incomes in an Egalitarian Society: Sweden, 1903–2004", *Journal of Public Economics* 92(1–2), 366–387.

Roine, Jesper, Vlachos, Jonas, och Daniel Waldenström (2009). "The long-run determinants of inequality: What can we learn from top income data?", *Journal of Public Economics* 93(7-8), 974-988.

Roine, Jesper (2012). "Varför ska vi bry oss om fördelningsfrågor? En  versikt om relationen mellan ekonomi, politik och fördelning" Rapport till Finanspolitiska rådet 2012/4.

Saint-Paul, Giles och Thierry Verdier (1993). "Education, democracy and growth", *Journal of Development Economics*, 42 (2), 399–407.

Shleifer, Andrei och R. W. Vishny (2010). "Unstable banking", *Journal of Financial Economics*, vol 97: 306-318.

Steinmo, Sven (1993). "Democracy and Taxation". New Haven and London: Yale University Press.

Stiglitz, Joseph E. (1969). "Distribution of Income and Wealth among Individuals," *Econometrica*, 37(3), 382-97.

Stiglitz, Joseph E, (2009) "Joseph Stiglitz and why inequality is at the root of the recession", Next Left website, posted 9 January 2009.

Stiglitz, Joseph E, (2012) "The Price of Inequality: How Today's Divided Society Endangers Our Future" W. W. Norton, New York.