



# LUND UNIVERSITY

## Den finansiella revolutionen, 90-talskrisen och inflationsmålet

Jonung, Lars

*Published in:*

På jakt efter ett nytt ankare : från fast kronkurs till inflationsmål

2003

*Document Version:*

Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication](#)

*Citation for published version (APA):*

Jonung, L. (2003). Den finansiella revolutionen, 90-talskrisen och inflationsmålet. In L. Jonung (Ed.), *På jakt efter ett nytt ankare : från fast kronkurs till inflationsmål* (pp. 25-50). SNS Förlag.

*Total number of authors:*

1

### General rights

Unless other specific re-use rights are stated the following general rights apply:

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Read more about Creative commons licenses: <https://creativecommons.org/licenses/>

### Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

LUND UNIVERSITY

PO Box 117  
221 00 Lund  
+46 46-222 00 00

# 1. Den finansiella revolutionen, 90-talskrisen och inflationsmålet<sup>1</sup>

Perioden 1985–95 är unik i svensk stabiliseringspolitik. Då upplevde Sverige först en extrem konjunkturuppgång, »överhettningen«, och sedan en av de djupaste ekonomiska kriserna i fredstid. I samband med konjunkturnedgången, omfattande europeisk valutaoro och våldsamma spekulationsattacker mot den fasta kronkursen tvingades Riksbanken att övergå till flytande växelkurs i november 1992. Kort därefter annonserade Riksbanken ett inflationsmål gällande från och med januari 1995. Med detta steg bytte Sverige stabiliseringspolitisk regim. Inflationsmålet eller prisstabilitetsmålet kombinerat med en rörlig växelkurs har sedan dess varit grunden för svensk finans- och penningpolitik. Kronan har haft en flytande växelkurs sedan november 1992 – den längsta perioden med flytande växelkurs i modern tid. Idag, mer än tio år efter prisstabilitetsnormen lanserades, är uppslutningen stark kring principen om en självständig centralbank. Debatten gäller nu om den skall ligga i Stockholm eller i Frankfurt.

Hur bör detta omvälvande förlopp förklaras: dvs. överhettningen 1985–90, den djupa ekonomiska krisen 1990–93, kronans fall i november 1992 och övergången till en pristabilitetsnorm byggd på rörlig växelkurs? Syftet med detta kapitel är att presentera en förklaring till kedjan av dramatiska makroekonomiska händelser. Det utgör därmed en bakgrund för de kapitel som följer, där olika

<sup>1</sup> Detta kapitel bygger främst på kapitel 9 och 10 i Jonung (1999) samt kapitel 26 i Fregert och Jonung (2003). Jag har fått konstruktiva kommentarer från många: Krister Andersson, Urban Bäckström, Bengt Dennis, Klas Eklund, Emil Ems, Klas Fregert, Thomas Hagberg, Carl B Hamilton, Staffan Lindén, Nils Lundgren m.fl. Endast jag är ansvarig för slutsatserna i detta kapitel.

beslutsfattare och observatörer presenterar sina minnesbilder, slutsatser och tolkningar av det penningpolitiska förloppet.

Det bärande temat i kapitlet är att den finansiella revolutionen var drivkraften bakom processen. Detta begrepp står för dels den avregleringsvåg som under 1980- och 1990-talet svepte fram över världsekonomin, dels de nya instrument och tekniker som växte fram på de avreglerade – eller mer precist – omreglerade finansiella marknaderna. De regleringar av räntor och kreditflöden, vilka tillkom i västvärlden under 1930-talet, under andra världskriget och i början av efterkrigstiden, avskaffades då i land efter land. Avregleringen öppnade för snabb utveckling av den finansiella teknologin. Som följd är idag de nationella marknaderna för lån, valutor och aktier väl integrerade med varandra. Transaktionsvolymerna har vuxit snabbt. De omsätter dagligen ofattbart stora belopp.

## *Penningpolitiken 1945–85*

Låt oss börja med det långa perspektivet. Sveriges Riksbank är den äldsta centralbanken i världen. Den har som regel haft en fast växelkurs som sitt främsta mål, vilket framgår av tabell 1.1. Tabellen, vilken sammanfattar det svenska växelkurssystemets utveckling, tar sin början med införandet av guldmyntfoten och den nya valutaenheten kronan år 1873. Den avslutas med ett frågetecken rörande den svenska valutans framtida uppgång i euron.

Den längsta perioden med fast kronkurs var den klassiska guldmyntfoten 1873–1914. Den föll samman vid första världskrigets utbrott men återkom en kort period under mellankrigstiden. Efter andra världskriget sjösattes ett nytt internationellt växelkurssystem, det s.k. Bretton Woods-systemet, baserat på fasta växelkurser gentemot den amerikanska dollarn. Dollarn var i sin tur kopplad till guldet. Sverige anslöt sig formellt som medlem till IMF i augusti 1951. Växelkursen sattes till 5,17 kronor för dollarn. Riksbanken höll denna kurs i 20 år. Kronans formella koppling till guldet släpptes först 1974. Guldmyntfoten, och därmed en fast växelkurs, har således varit det dominerande växelkursarrangemanget för Sverige under 1900-talet.

TABELL 1.1. Det svenska växelkurssystemet 1873–2003

Åtgärd	Datum
Guldmyntfoten införs. Kronan ny valutaenhet. 1 kg guld = 2480 kronor	1873-05-27
Bankofullmäktige upphäver skyldigheten att lösa in sedlar mot guld	1914-08-02
Guldmyntfoten återinföres de facto.	1922 nov
Guldmyntfoten återinföres de jure.	1924-04-01
Guldmyntfoten överges. Kronkursen flyter	1931-09-27
Kronan knyts till det brittiska pundet. 1 GBP = 19,40 SEK	1933 juni
Kronan knyts till den amerikanska dollarn. 1 USD = 4,20 SEK	1939-08-28
14,3% revalvering mot samtliga valutor och guld. 1 USD = 3,60 SEK	1946-07-13
30,5% devalvering tillsammans med GBP mot USD.	1949-09-19
Svenskt medlemskap i IMF (Bretton Woods) 1 USD = 5,17 SEK	1951-08-31
1% devalvering mot guld, 7,5% revalvering mot USD	1971-12-21
5% devalvering mot guld, 5,6% revalvering mot USD	1973-02-16
Medlemskap i den europeiska valutaormen	1973 mars
Justering av valutakurserna inom ormen, 3% devalvering mot DEM	1976-10-18
Justering av valutakurserna inom ormen, 6% devalvering mot DEM	1977-04-04
Sverige lämnar ormen. 10% devalvering mot ny handelsvägd valutakorg	1977-08-29
10% devalvering mot valutakorgen	1981-09-14
16% devalvering mot valutakorgen	1982-10-08
Ensidig knytning till ECU. 1 ECU = 7,40 SEK	1991-05-17
Växelkursen för kronan flyter	1992-11-19
Kronan försvinner som valuta och uppgår i euron	?

Källa: Fregert och Jonung (2003, s. 428).

Efter Bretton Woods-systemets upplösning experimenterade Sverige med en rad växelkurssystem. Först upprätthölls en fast växelkurs för kronan inom den s.k. valutaormen från mars 1973 till augusti 1977, därefter gentemot en handelsvägd valutakorg från augusti 1977 till maj 1991 och slutligen gentemot EG-valutan ecun från maj 1991 till november 1992. Ecu-kopplingen blev det mest kortva-

riga växelkursarrangemanget under hela 1900-talet. Efter kronans fall på hösten 1992 har valutan varit flytande.

Av tabell 1.1 framgår att det alltid har varit allvarliga makroekonomiska störningar som tvingat Riksbanken att ändra eller överge den fasta kursen. Vid omfattande turbulens har kronans kurs varit flytande under en övergångsperiod, innan Riksbanken åter etablerat en fast kurs. Så var fallet 1914–22 och 1931–33. Nu har kronan varit flytande i mer än tio år, sedan november 1992. Detta är den längsta period som kronan haft en rörlig växelkurs under fredstida förhållanden. Den är således unik och representerar en ny situation för penningpolitiken.

Riksbankens inhemska politik genomgick omfattande förändringar under efterkrigstiden. Andra världskriget utlöste regleringar av den ekonomiska verksamheten, trots att Sverige stod utanför krigshandlingarna. I början av kriget infördes en valutareglering – en åtgärd som då betraktades som temporär, betingad av rådande exceptionella förhållanden. Valutaregleringen var dock i kraft ända till 1989, om än i en uppluckrad version, då den revs som ett led i den finansiella avregleringen och internationaliseringen av svensk ekonomi.

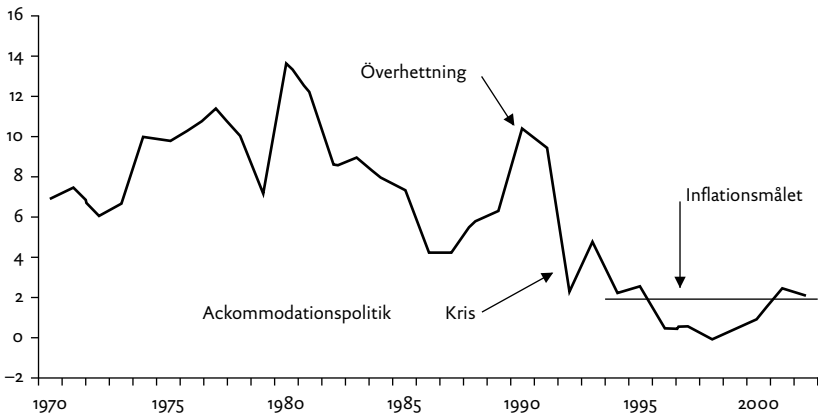
Eftersom Bretton Woods-systemet byggde på kontroll av kapitalrörelserna över gränserna, blev valutaregleringen en integrerad del av den svenska Bretton Woods-regimen. Valutaregleringen blev grundbulten för efterkrigstidens stabiliseringspolitik genom att den avskärmade Sverige från omvärlden på det finansiella planet och tillät en långtgående interventionistisk och selektiv penning- och finanspolitik. I själva verket var valutaregleringen och de inhemska kreditmarknadsregleringar, vilka tillkom under 1950-talet i hägnet av valutaregleringen, den centrala förutsättningen för den svenska modell som växte fram under efterkrigstidens första årtionden.

I skydd av valutaregleringen fick Riksbanken – trots den fasta växelkursen – möjlighet att i viss utsträckning bedriva en kontraktykisk penningpolitik. Medlen bestod av ett väl utvecklat system av regleringar, av såväl formell som informell karaktär. Likviditetskvoter, utlåningstak och månatliga möten mellan affärsbankerna och Riksbanken ingick i medelsarsenalen. Här bestämde Riksban-

ken priset, dvs. räntan, samt fördelningen av och storleken på kapitalströmmarna i den svenska ekonomin. Penningpolitiken subventionerade i första hand den offentliga sektorn och bostadssektorn med låga räntor och riklig tillgång på kapital.

De internationella finansmarknaderna växte emellertid i styrka och gjorde det möjligt att spekulera mot växelkurser som uppfattades som ohållbara. Detta bidrog till att Bretton Woods-systemet bröt samman i början av 1970-talet. Kollapsen markerade slutet för guld-dollarn som ankaret för den svenska prisnivån. Sverige övergick till en ny stabiliseringspolitisk regim, där målet full sysselsättning dominerade över andra mål.

Målet att upprätthålla full sysselsättning i en värld som drabbades av två oljepriscocker, OPEC I (1973–74) och OPEC II (1979–80), bidrog till en s.k. ackommoderande politik. Ackommodationspolitiken innebar att den totala efterfrågan spädades på med expansiv finans- och penningpolitik i syfte att hindra en uppgång i arbetslösheten – mer eller mindre oberoende av typen av störning som drabbade svensk ekonomi. Resultatet blev förutom låg arbetslöshet, hög inflationstakt – se figur 1.1, stora budgetunderskott samt ett flertal devalveringar under perioden 1976–82.



FIGUR 1.1. Inflationstakten 1970–2002. Procent per år.

Källa: SCB

Devalveringspolitiken nådde ett crescendo i samband med den andra oljeprischocken 1979–80. Den borgerliga regeringen devalverade med 10 procent i september 1981. Omedelbart efter valet 1982, då det socialdemokratiska partiet återkom i regeringsställning, genomfördes en offensiv devalvering på 16 procent. Ursprungligen var den tänkt till hela 20 procent. Tanken med denna åtgärd var att Sverige skulle vinna en konkurrensfördel under några år framåt. Sedan skulle devalveringsvägen vara stängd – enligt den politiska retoriken.

### *1990-talskrisen*

Strax efter valet 1985 avskaffade riksbanksfullmäktige den kvantitativa regleringen av bankernas utlåning. Detta steg, den s.k. novemberrevolutionen, utövade ett markant inflytande på det makroekonomiska förloppet under de följande tio åren. Novemberrevolutionen kan av detta skäl utmålas som en viktig vändpunkt i svensk ekonomisk politik – en insikt som dock inte fanns vid den tidpunkt då beslutet togs.<sup>2</sup> Då uppfattades det snarast som en åtgärd av teknisk natur utan några större förväntade realekonomiska verkningar. Riksbanken betraktade, med rätta, regleringssystemet som föråldrat och ineffektivt. Den bana som svensk ekonomi följde efter 1985 har emellertid gjort avregleringsbeslutet i november 1985 till ett centralt inslag i uppmarschen mot 90-talskrisen och systemskiftet inom stabiliseringspolitiken. Den utgjorde startskottet

<sup>2</sup> När den dåvarande finansministern Kjell-Olof Feldt 1985 sökte upp statsministern för att diskutera Riksbankens kommande beslut att avreglera, insåg han vidden av förslaget: »Men den politiska innebörden var solklar: det betydde att socialdemokratien efter decenniernas segt motstånd överlämnade en av sina mest symbolfyllda bastioner för styrning av den svenska ekonomin till marknadskrafterna. Även om styrningen under senare år varit just symbolisk kunde det ändå tolkas som en stor eftergift åt den nyliberala ideologin, som vi socialdemokrater under många år ägnat så mycken kraft åt att bekämpa.» Olof Palme svarade: »Gör som ni vill. Jag begriper ändå ingenting.» Därmed var det fritt för Riksbanken att avskaffa utlåningstaket – vilket blev det avgörande steget i avregleringsprocessen. Se Feldt (1991, s. 260).

för krisen, vilken började med en kraftig expansionsfas som efter några år övergick i djup lågkonjunktur några år senare.

Avregleringen påverkade på ett fundamentalt sätt incitamentsstrukturen för såväl låntagarna som långivarna och därmed deras beteende. När avregleringen genomfördes, fanns vid rådande ränteläge starka incitament för företag och hushåll att öka sin upplåning, både i Sverige och i utlandet. De stod redo att ta på sig en större skuldsättning. Avregleringen förändrade också miljön för långivarna. De hamnade i en öppnare och mer aggressiv konkurrens om marknadsandelar än tidigare. Långivarna anpassade sig genom att expandera kreditgivningen. Samtidigt var kunskaperna om riskhantering och sunt finansiellt beteende bristfälliga hos såväl långgivare som låntagare i den nya finansiella värld som öppnades av avregleringsbeslutet 1985.

Den ändrade incitamentsstrukturen bidrog till att bankernas utlåning raskt ökade under åren 1986–88. Kreditströmmarna kanalisades i betydande utsträckning till tillgångsmarknaderna, dvs. till marknaderna för fastigheter och aktier. Den privata sektorn, som tidigare varit ransonerad på kreditmarknaden, utnyttjade det växande värdet på sina reelltillgångar som underlag för ytterligare belåning. Följden blev att tillgångspriserna, dvs. aktie- och fastighetspriserna, ökade långt kraftigare än konsumentpriserna. Börsindex rusade i höjden i »champagneyrans« under senare hälften av 1980-talet.

Processen underlättades av en stigande inflationstakt under dessa år. Prisstegringstakten kulminerade 1990. Se figur 1.1. Inflationförväntningarna följde uppgången i inflationstakten. Realräntan, dvs. räntan efter skatt och inflation, befann sig på en nivå under noll procent för många placerare genom kombinationen av hög inflation, höga inflationsförväntningar och konstruktionen av det rådande skattesystemet. De låga, ofta negativa, realräntorna gjorde det frestande att ta lån – såväl inom landet som utomlands – för att finansiera investeringar och konsumtion. Se figur 1.2. Slutresultatet av dessa olika krafter blev en finansiell bubbla i svensk ekonomi byggd på vad som senare avslöjades som en jättelik överskuldsättning inom den privata sektorn – och motsvarande överutlåning





FIGUR 1.2.

Förväntad realränta efter skatt (streckad linje) och faktisk realränta (heldragen linje) 1988–93. Procent.

*Kommentar:* Den kraftiga uppgången i realräntan, den s.k. realräntechocken, låg bakom fallet i tillgångspriserna. Realräntechocken blev därmed den främsta drivkraften bakom den finansiella krisen.

*Källa:* Fregert och Jonung (2003, s. 498)

inom det finansiella systemet. Ingen ansvarig beslutsfattare såg detta i tid.<sup>3</sup>

Den nya incitamentsstrukturen, »miljön«, för låntagarna och långgivarna skapade således en kraftig kreditpolitisk impuls vilken i sin tur blev en central faktor bakom överhettningen. Denna expansiva impuls neutraliserades inte genom motverkande ekonomisk-politiska åtgärder. Resultatet blev att svensk ekonomi hamnade i ett finansiellt »drivhus«. Stabiliseringspolitiken i kombination med avregleringen, vilken bör betecknas som en strukturell åtgärd, blev därmed den främsta förklaringen till överhettningen, kostnadskrisen och de finansiella obalanserna i form av överskuldssättning och överutlåning under den senare hälften av 1980-talet.

<sup>3</sup> Se bl.a. Bäckström (1993, 1998) och Söderström (1996) för analyser av 90-talskrisen ur ett finansiellt perspektiv där tonvikten ligger på effekterna av ändrade tillgångspriser på hushållens, företagens och bankernas balansräkningar.

Åren med starkt expansiv politik (1986–89) följdes av en period med kraftigt kontraktiv politik (1990–92). Efter valet 1988 vidtogs en serie åtgärder. I juni 1989 infördes ett tvångssparande för privatpersoner och företag. I februari 1990 föreslog regeringen två års frysning av löner, priser och utdelningar samt skärpt lagstiftning mot strejker. Stoppaketet utlöste en regeringskris. Regeringen Ingvar Carlsson avgick. Kjell-Olof Feldt efterträddes av Allan Larsson på posten som finansminister i den nya socialdemokratiska regeringen som Ingvar Carlsson bildade. Den nye finansministern tog över en ekonomi som visade allt starkare tecken på att glida in i en djup kris. I oktober 1990, i samband med en kronkris, kom ett nytt åtstramningspaket. Samtidigt annonserade regeringen, i syfte att stabilisera förväntningsbildningen, att Sverige skulle ansöka om medlemskap i EU. Som en följd av närmandet till EG övergav Riksbanken valutakorgen och band kronan ensidigt till ecun i maj 1991.

Många faktorer bidrog till nedgången. Skattereformen 1990–91 gjorde låntagande mindre attraktivt. Den tyska återföreningen presade upp det europeiska ränteläget. Kronan utsattes för en rad spekulativa attacker, vilka återspeglade ett minskat förtroende för den fasta kronkursen. Riksbanken tvingades värna om den fasta kronkursen genom högre räntenivå i Sverige än i omvärlden.

Den snabba uppgången i realräntan, realräntechocken, underminerade det finansiella systemet. Se figur 1.2. Ökningen i realräntan ledde till fallande tillgångspriser, vilket undergrävde låntagarnas balansräkningar. Låntagare visade sig oförmögna att betala räntor och amorteringar på sina skulder. Bankerna gjorde gigantiska förluster på sin långivning. Flera av dem hade tagit korta lån i utländsk valuta och bundit sig genom en långsiktig utlåning i svensk valuta. Uppgången i realräntan ledde till att svensk ekonomi kom att stå med en för stor kapitalutrustning i början av 90-talet, främst i form av kontorsfastigheter och bostäder. Omvärderingen av priset på fastigheter medförde ett abrupt investeringsstopp inom byggnadssektorn – en sektor som tidigare betraktats som en motor i svensk ekonomi. Samma mönster återkom, fast svagare, inom praktiskt taget hela den svenska ekonomin.

Den öppna arbetslösheten steg dramatiskt under dessa år; från en internationellt sett låg nivå kring 2–4 procent i början av decenniet till ett läge nära OECD-genomsnittet med över 8 procents öppen arbetslöshet. Sysselsättningen minskade kraftigt. Byggsektorn drabbades hårdast. Antalet konkurser blev rekordartat. Inflationstakten mätt med konsumentprisindex drevs ner till låga nivåer: från en topp på 10 procent år 1990 till under två procent i mitten av 1990-talet. Se figur 1.1. Index för tillgångspriser visade på en avsevärd deflation, dvs. ett faktiskt prisfall. Krisen förde automatiskt med sig fallande skatteintäkter och snabbt stigande utgifter för främst den växande arbetslösheten och stödet till det finansiella systemet. En skenande statsskuld kom som ett brev på posten genom budgetens stora konjunktürkänslighet.

Den inhemska utvecklingen med finanskris, produktionsbortfall, stigande arbetslöshet och växande budgetunderskott undergrävde trovärdigheten för den fasta växelkursen. Stabiliseringspolitiken hamnade i ett svårt dilemma där hänsyn till externa förhållanden, dvs. till kronans växelkurs, krävde höga räntor, medan hänsyn till inhemska förhållanden, dvs. till bankkrisen, talade för låga räntor. Ju mer Riksbanken strävade efter att försvara den fasta kursen genom »räntevapnet«, desto djupare blev den inhemska krisen.

I samband med oron på de europeiska valutamarknaderna i september 1992 sökte Riksbanken bevara den fasta växelkursen med kraftigt höjda räntor. Marginalräntan hamnade under en kort tid på 500 procent. Regering och opposition enades om två gemensamma krispaket i syfte att försvara den fasta kronkursen och undvika devalvering. Riksbankschefen Bengt Dennis spelade en högst aktiv roll i denna process.<sup>4</sup> Kronförsvaret bröt samman den 19 november 1992 i samband med en massiv spekulationsattack. Kronan fick en rörlig kurs och deprecierade initialt med ett tiotal procentenheter. Försvagningen av kronan fortsatte under de följande åren.

Regeringens och Riksbankens strategi, som vilade på den fasta kronkursen, blåstes bort av kronfallet. Nu omformulerades strate-

<sup>4</sup> Dennis (1998, s. 57–96). Se också Carl B. Hamiltons och Ulrika Stuarts beskrivning av relationen mellan Riksbanken och finansdepartementet i kapitel 3.

gin för stabiliseringspolitiken i syfte att finna ett nytt ankare. Finansministern Anne Wibble annonserade nästan omedelbart att den fasta växelkursen borde ersättas med en inflationsnorm. Hon såg en sådan norm som ett sätt att fullfölja regeringens politik för att nå låg inflation och befästa de framgångar som inflationsnedtagningen åstadkommit.

Inom Riksbanken konkretiserades den nya normen. I januari 1993 deklarerade riksbanksfullmäktige på eget initiativ – efter samråd med finansministern – prisstabilitet som ett »övergripande mål för penningpolitiken«. Målet preciserades »som att förändringen i konsumentprisindex från och med 1995 begränsas till 2 procent, med en tolerans om plus/minus 1 procentenhet«. En ny era i svensk stabiliseringspolitik tog sin början grundad på ett klart angivet inflationsmål och flytande kronkurs. Riksbanken inspirerades av internationella förebilder, främst av Kanada, Nya Zeeland och Storbritannien som tidigare övergått till inflationsmålsstyrning, s.k. *inflation targeting*. Detta är den strategi som i stort sett alla ledande centralbanker följer idag.

Den akuta nedgången hävdades genom kronans depreciering. Svensk ekonomi vände uppåt under 1993. Som fallet hade varit efter devalveringarna under 1970- och 1980-talet ökade exporten och produktionen. Krisen, som lämnade djupa spår i form av hög statsskuld och bestående hög arbetslöshet under resten av 1990-talet, blev den djupaste under efterkrigstiden. Den är närmast jämförbar med 1930-talskrisen i termer av produktionsbortfall. Se tabell 1.2. Av tabellen framgår att 90-talskrisen var den mest långvariga av alla kriser som drabbat Sverige under 1900-talet.

### *Varför försvarades den fasta kursen så energiskt?*

Flera valutor med fast växelkurs blev föremål spekulation under september 1992. Storbritannien, Italien och Finland såg sig tvingade att övergå till rörlig växelkurs denna månad. Sverige avvek från detta mönster genom att det svenska politiska etablissemanget slöt upp bakom den fasta kursen. Hur bör kronförsvaret under denna tid förklaras? Svaret finns att söka främst i erfarenheterna av deval-

TABELL 1.2. Produktionsförlusterna under de sex djupaste ekonomiska kriserna i Sverige under 1900-talet

Kris	Produktionsförlust under krisen (Procentenheter)
Krisen 1907–08 (1907–08)	11,6
20-talskrisen (1921)	9,6
30-talskrisen (1931-33)	15,6
Första oljekrisen – OPEC I (1976-78)	7,8
Andra oljekrisen – OPEC II (1980-82)	1,1
90-talskrisen (1990-93)	13,5

*Kommentar:* Produktionsförlusterna är definierade som den sammanlagda differensen mellan trendtillväxt (här lika med den genomsnittliga tillväxten fyra år innan krisen) och faktisk tillväxt till dess att den faktiska tillväxten åter blir lika hög som den trendmässiga. Årtalen inom parentes visar perioden då tillväxten var lägre än trenden.

*Källa:* Fregert och Jonung (2003, s. 494).

veringspolitiken under åren 1977–82. Den centrala lärdomen från denna tid blev att Sverige borde undvika en »löskurspolitik« och övergå till en fastkurspolitik. Devalveringarna hade inte löst Sveriges långsiktiga ekonomiska problem, utan maskerat dem under kortare tid. Den fasta växelkursen skulle, som ankare för penningpolitiken, vara ett medel att uppnå låg inflation och därmed skapa förutsättning för god tillväxt och sysselsättning.

Fastkurspolitiken skulle koppla Sverige till länder med låg inflation. Därmed skulle svensk inflation bli lika låg som i Tyskland, det land som dominerade valutasamarbetet på kontinenten. Detta synsätt, där låg inflation, ibland betecknat som prisstabilisering, ses som det övergripande målet för den ekonomiska politiken och fast växelkurs som medlet för att nå målet, förespråkades bl.a. i SNS Konjunkturråds rapporter från 1985 fram till 1992. Fastkurspolitiken accepterades med tiden av i stort sett hela ekonomkåren och av de politiska partierna.

En rad ekonomisk-politiska åtgärder under de närmast följande åren kan tolkas som inspirerade av detta synsätt. Allan Larsons

finansplan i januari 1991 innehöll ett klart retoriskt stöd för en låg-inflationspolitik genom att ge högre prioritet åt låg inflation än åt full sysselsättning. Den socialdemokratiska regeringen vidtog ett antal finanspolitiska åtstramningar efter valet 1988 för att skapa trovärdighet för den ekonomiska politiken, dvs. för den fasta växelkursen för kronan.

De borgerliga partierna sög upp normfilosofin när de befann sig i opposition. Inför valet 1991 utarbetade moderaterna och folkpartiet ett ekonomiskt-politiskt program, *Ny start för Sverige*, som lade tyngdpunkten på tillväxt- och utbudspolitik, dvs. på strukturella reformer, avreglering och privatisering. Programmet vilade bland annat på en fast växelkurs för kronan och föreslog även en mer självständig ställning för Riksbanken. *Ny start för Sverige* kan läsas som en reaktion på devalveringspolitiken under 1970- och 1980-talen.

Den borgerliga regering, vilken tillträdde efter valet 1991 var således fast besluten att inte använda växelkursändringar, dvs. devalveringar, som ett ekonomisk-politiskt medel. Anne Wibble (1994, s. 23) hänvisar till sin egen erfarenhet av de tidigare devalveringarna:

*Regeringen hade från första början gjort den fasta växelkursen till ett ankare i den ekonomiska politiken. Jag hade från min tid som politisk tjänsteman under tidigare borgerliga regeringar egen erfarenhet av att återkommande devalveringar inte löste några problem. Den socialdemokratiska regeringen hade efter sin jättedevalvering 1982 gjort klart att nu fick det vara nog. Nya devalveringar skulle urholka Sveriges trovärdighet. Dessutom hade riksbanksfullmäktige den 17 maj 1991 knutit den svenska kronan till ecu-index, den korg som bildats av EG-ländernas valutor som en ytterligare markering av den fasta växelkursen. På denna punkt var vi helt inställda på att fullfölja den tidigare regeringens politik.*

När Anne Wibble som nybliven finansminister mötte den akuta krisen, såg hon som sitt huvudmål att skapa trovärdighet för den fasta växelkursen. Medlet var att begränsa budgetunderskottet genom

höjda skatter och sänkta utgifter. Åtgärder mot budgetunderskottet skulle »öka förtroendet och ge utrymme för räntesänkningar«.

Att sanera budgeten blev också ledstjärnan i den första krisuppgörelsen som träffades mellan den borgerliga regeringen och den socialdemokratiska oppositionen i september 1992 när kronan stod under spekulativt tryck. När budgetsaneringsvägen visade sig politiskt svår att följa, sökte regeringen och oppositionen genomföra en »intern devalvering« genom sänkta arbetsgivaravgifter i det andra krispaketet i september 1992. Finansdepartementet planerade för ytterligare intern devalvering, men dessa planer skrinlades när kronan fick en flytande växelkurs i november 1992.

Ett skäl till att såväl den socialdemokratiska regeringen före 1991 års val som den borgerliga regeringen efter detta val styrdes så starkt av erfarenheterna av devalveringspolitiken var att det saknades kunskap om den typ av förlopp som följer en finansiell avreglering. Detta framgår tydligt av de prognoser som publicerades före och under krisen av olika prognosmakare.

Bankerna med sina ekonomiska sekretariat, vilka borde ha haft ett starkt egenintresse av att förutspå den finansiella krisen, förmodade inte varna för de annalkande svårigheterna. De officiella prognoserna från Konjunkturinstitutet, Riksbanken och finansdepartementet under krisperioden visade sig som regel vara djupt missvisande. De byggde på makromodeller konstruerade med hjälp av teorier och data från tiden när kreditmarknadsregleringarna var i kraft. Prognosmodellerna innefattade inte de variabler, i första hand olika finansiella storheter, som skapade 90-talskrisen. De var oförmögna att hantera en process driven av uppgången i realräntan, värdefallet på tillgångsmarknaderna, internationella valutakriser och valutaspekulation. Prognosfelen blev därför allvarligare ju djupare krisen utvecklades.

Den makroekonomiska utvecklingen överraskade de beslutsfattare som var ansvariga för stabiliseringspolitiken. De förbluffades av styrkan såväl i uppgångsfasen som i nedgångsfasen av konjunkturen. Feldt (1994, s. 67) beskriver bristen på goda prognoser i början av 1990-talet på följande sätt:

*Det torde numera vara klarlagt att varken den socialdemokratiska regeringen under sina sista år eller den år 1991 nytillträdde borgerliga koalitionen var medveten om vilken ekonomisk avgrund som öppnade sig framför dem.*

Bengt Dennis (1998, s. 213), riksbankschef under dessa år, gör en likartad bedömning av krisen i det finansiella systemet:

*Riksbanken förutsåg lika litet som Finansinspektionen och Finansdepartementet en bankkris av den omfattning och det djup som följde. Vi såg tidigt ökande problem i den finansiella sektorn men väntade oss ett lugnare förlopp av den sanering som måste till.*

De finansiella marknaderna, dvs. räntan och de finansiella flödena, hade varit reglerade sedan andra världskriget – så länge att ekonomer och politiker hade glömt vilken roll finansmarknaden kan spela om den är fri och öppen. Det saknades helt enkelt insikt om stabiliseringspolitikens förutsättningar i ett Sverige som var finansiellt integrerat med omvärlden. Insikten hade försvunnit bakom valuta-regleringens tjocka murar 1939–89.

### *Lärdomar av krisen*

Varje större ekonomisk kris leder till ett nytänkande rörande den ekonomiska politiken. Så är fallet med 90-talskrisen. Den blev en katalysator för det stabiliseringspolitiska tänkandet och därmed för den stabiliseringspolitiska lagstiftningen. Ingen annan ekonomisk kris under 1900-talet har gett upphov till så omfattande ändringar i den juridiska ramen för penning- och finanspolitiken.<sup>5</sup>

Den väsentliga lärdomen av 90-talskrisen rörande penningpolitiken och valutapolitiken är att Riksbanken bör ha ett klart definierat och lagfäst inflationsmål – även rubricerat som pristabilitetsmål – för sin verksamhet. Med ett sådant mål följer också att Riksbanken

<sup>5</sup> 1930-talets kris medförde visserligen en ny syn på stabiliseringspolitiken. Den gav dock inte upphov till några större ändringar i det juridiska regelverket kring stabiliseringspolitiken liknande dem som genomfördes under 1990-talet.



bör ha en självständig ställning, vilken minskar möjligheten för regeringen eller andra intressen att påverka penningpolitiken, samt att kronan ska ha en rörlig växelkurs.

Dessa lärdomar inarbetades med tiden i lagstiftningen rörande Riksbanken. Ramen för penningpolitiken förändrades genom den riksbankslag som trädde i kraft 1999, där Riksbanken gavs en självständigare ställning och ett lagfäst prisstabilitetsmål. Enligt den nya lagen är målet för Riksbanken »att upprätthålla ett fast penningvärde«. Riksbanken fick samtidigt en direktion av medlemmar, vilka inte tillsattes på politiska mandat. Med dessa regeländringar är stabiliseringspolitiken tillbaka i ett läge som påminner mer om guldmyntfotens spelregler än om den institutionella ram som gällde under perioden 1939–89 – den period då valutaregleringen härskade och Sverige var mer eller mindre avskärmat från internationella kapitalrörelser.

Finanspolitiken har också blivit föremål för fundamentala regeländringar, bl.a. infördes en s.k. rambeslutsmodell med utgiftstak för statsbudgeten i mitten på 1990-talet, vilken begränsade riksdagens möjligheter att på egen hand öka utgifter och bedriva en keynesianskt inspirerad finanspolitik. De stora budgetunderskotten från OPEC I- och OPEC II-krisen tolkades som utfallet av dålig eller svag budgetdisciplin.<sup>6</sup> Finanspolitiken tilldelades därmed en mer undanskymd roll. Det genomgående draget i omtänkandet är tron på fasta institutionella spelregler som medel för att uppnå ett bättre makroekonomiskt utfall. Lagstiftningsarbetet har betonat långfristighet på bekostnad av den kortfristighet som stabiliseringspolitiken ansågs ha haft tidigare.

Dessa lärdomar drogs främst *efter* kronförsvarets sammanbrott 1992, men byggde i betydande utsträckning på erfarenheter och forskning från tiden före kronfallet. Så länge växelkursen för kronan låg fast var den verbala uppslutningen bakom fastkurspolitiken

<sup>6</sup> Det finns skäl att ställa sig frågande till tolkningen. Budgetunderskotten under 1970- och 1980-talen kan också betraktas som resultatet av att svenska politiker såg full sysselsättning som det främsta målet för stabiliseringspolitiken. Givet detta mål var ansvariga politiker redo att acceptera stora budgetunderskott. De var således en konsekvens av valet av mål för stabiliseringspolitiken, inte ett utslag av »slapp« budgetprocess.

i det närmaste total. Kronfallet och den flytande växelkursen öppnade för ny debatt, nya utredningar och nytt synsätt.<sup>7</sup> Med en viss tidsfördröjning transformerades lärdomarna av 90-talskrisen till ändrad lagstiftning rörande Riksbanken och budgetprocessen under åren 1996–98.

## *Vems var felet?*

Varje ekonomisk kris utlöser en jakt på vem som är ansvarig. Detta är ett klassiskt mönster som också dök upp i Sverige efter kronans fall. Traditionellt hamnar skuldbördan hos dem som innehar den politiska makten när krisen bryter ut, i det här fallet den borgerliga fyrpartiregering som tillträdde efter valet i september 1991.<sup>8</sup> Regeringen Bildt övertog emellertid de djupa makroekonomiska obalanser som hade byggts upp under 1980-talets senare hälft. Dessa, som blommade ut under 1991–93, ledde till att mandatperioden 1991–94 präglades av den djupaste lågkonjunktur som registrerats under efterkrigstiden. Det borgerliga regeringsinnehavet knäcktes av den ekonomiska krisen. Efter valet 1994 återkom det socialdemokratiska partiet till makten.

Att lägga skulden på den borgerliga regeringen för att den fick ärva den tidsinställda finansiella krisbomben som briserade mindre än ett år efter makttillträdet, är att maskera de långsiktiga drivkrafterna bakom krisen. Ingen regering, hur kraftfull och beslutsam den än må vara, kan på mindre än ett år skapa en så djup och långvarig nedgång som 90-talskrisen. Dess rötter går långt tillbaka i tiden. Fröet slog rot under 1940-talet med valutaregleringen och växte vidare under 1950-talet genom nya kontroller över räntor och kre-

<sup>7</sup> Mönstret känns igen från tidigare tillfällen när kronan lämnat en fast växelkurs och blivit flytande. Den stabiliseringspolitiska debatten blommade upp under första världskriget efter Sverige lämnat guldmyntfoten vid krigsutbrottet 1914. Så blev också fallet efter Riksbankens beslut att lämna mellankrigstidens guldmyntfot i september 1931.

<sup>8</sup> Samma öde drabbade den borgerliga regering under Torbjörn Fälldin som kom till makten efter valet 1976. Den ställdes omedelbart inför problemet att hantera kostnads-krisen skapad av den expansiva överbyggningspolitiken under den föregående socialdemokratiska regeringen. Debatten gällde då det »dukade bordet«, vilket vid närmare granskning visade sig vara avdukat.

ditflöden. När Sverige till slut – senare än övriga västländer – avreglerade sina finansiella marknader 1985–89 borde detta steg ha kombinerats med åtgärder som dämpade den efterfrågeexpansion som skapades genom att kreditslussarna öppnades på vid gavel. Denna åtstramning kom dock inte till stånd i tid, dvs. samtidigt som avregleringen genomfördes under senare hälften av 1980-talet.<sup>9</sup> För detta vilar ansvaret på de beslutsfattare som utformade avregleringen och den ekonomiska politiken under 1980-talets senare hälft.<sup>10</sup>

Regeringen Bildt har kritiserats hårt för den lavinartade ökningen i statsskulden i början av 90-talet. Underskotten har emellertid blivit föremål för olika tolkningar. Ett synsätt, främst representerat av IMF, hävdade att budgetunderskotten var ett primärt problem som måste bekämpas kraftfullt även under den brinnande krisen.<sup>11</sup> Ett annat synsätt, hämtat från teorin om s.k. skattesatsutjämning (*tax smoothing*), rekommenderar att staten under extrema kriser – och 90-talskrisen var extrem, se tabell 1.2 – bör förlita sig på upplåning för att finansiera budgetunderskott, inte på höjda skatter. Skälet är att ett höjt skattetryck under krisförhållanden försvårar ekonomins möjligheter att återhämta sig. Om krisen dessutom analyseras i ett balansräkningsperspektiv, blir även här slutsatsen att staten borde ta över de stora förluster som uppstod i den finansiella sektorn i syfte att stabilisera det finansiella systemet och därmed samhälls-ekonomi. De två sistnämnda teoribildningarna ger starkt stöd för lånefinansieringen och expansionen av statsskulden under 90-talskrisen.<sup>12</sup>

<sup>9</sup> Det s.k. bokslutet för 1990-talets finans- och penningpolitik som publicerades av finansdepartementet som bilaga 5 till 2001 års ekonomiska vårproposition kan läsas som ett försök att skriva krisens historia ur den dåvarande regeringens perspektiv.

<sup>10</sup> I efterhand kan man diskutera om det överhuvudtaget var möjligt för de ansvariga för stabiliseringspolitiken att genomföra den nödvändiga åtstramningen – givet beslutet att avreglera 1985. Klart är dock att den finansiella bubblan hade blivit mindre genom en tidigare lagd skatteomläggning och genom mindre subventioner till bostadssektorn. Högre räntor, vilket skulle ha krävt en flytande växelkurs för kronan redan 1985, hade med största sannolikhet skapat ett lugnare förlopp. Ett sådant radikalt steg låg dock inte inom ramen för det politiskt möjliga vid denna tidpunkt. Det tvingades fram, nästan exakt på dagen sju år senare, efter avregleringsbeslutet i november 1985.

<sup>11</sup> För IMF:s syn på budgetunderskotten under 90-talskrisen, se bl.a. kapitel 4 och 5.

<sup>12</sup> Se här diskussionen i appendix 6 i Jonung (1999) kring budgetpolitiken under krisen samt analysen av krisen i Söderström (1996).

Frågan återstår dock: hur stora budgetunderskott var rimliga under 90-talet. Något entydigt svar här ännu inte lämnats. Erfarenheterna från andra länder än Sverige, vilka genomlevt finans- och bankkriser under 1990-talet, har undergrävt IMF:s syn. IMF:s rekommendationer om finanspolitisk åtstramning har visat sig vara en väg att fördjupa kriser. Mycket tyder på att IMF gjorde samma misstag i sin bedömning och i sina råd till svenska beslutsfattare under 90-talskrisen.

### *Det internationella krismönstret*

Som påpekats ovan fanns knappast någon förståelse bland beslutsfattare, politiker och ekonomer för styrkan i de mekanismer som drev krisförloppet när den ekonomiska nedgången kom i Sverige och när den fasta kronkursen började attackeras i början av 1990-talet. Idag är kunskapsläget ett annat. Den typ av kris som drabbade Sverige för tio år sedan har gått i repris i många länder – förutom i Finland och Storbritannien på hösten 1992 – i flera europeiska länder sommaren 1993, i Mexiko 1995, i Asien 1997, Ryssland 1998, Brasilien 1999, Turkiet 2001 och Argentina 2002.<sup>13</sup>

Gemensamt för alla dessa kriser är ett mönster av »boom-and-bust« – en form av finansiell bubbla. »Boom«, dvs. en stark högkonjunktur, har drivits av en snabb uppgång i kreditgivningen samtidigt som växelkursen varit fast. Den utlösande faktorn har varit en avreglering av finansmarknaderna, vilken öppnat för kapitalimport över gränserna. Det har blivit lätt och lönsamt att låna, och därmed att investera och spekulera i aktier och fastigheter. Hushåll och företag har skuldsatt sig djupt till utlandet. Risktagandet har ökat hejdlöst liksom den inhemska konsumtionen och inflationen. Räntorna har framstått som låga. Hela ekonomin har överhettats av den våg av optimism och spekulation som sköljt fram.

Enligt det internationella krismönstret har sedan den finansiella bubblan spruckit. »Boom« har övergått till »bust«. Någon typ av störning har förändrat omvärldens syn på landet ifråga. Kapitalflö-

<sup>13</sup> Se Kokko (1999) för en jämförelse mellan kriserna i Asien och Norden.

det har vänts från ett inflöde till ett utflöde. Den fasta växelkursen har satts under tryck av valutaspekulanter – vilka tack vare den finansiella avregleringen har kunnat mobilisera oanade resurser. Kreditexpansionen har brutits. Tillgångspriserna har fallit snabbt. Bankkriser, konkurser, stagnation och växande budgetunderskott har blivit följden.

För att värna den fasta växelkursen har centralbanker världen över valt att höja sina räntor – ett steg som ytterligare förstärkt nedgången genom att förvärpa situationen för de skuldsatta. Ju hårdare den fasta växelkursen har försvarats med stigande räntor, desto djupare har den inhemska ekonomin sjunkit. Till slut har den fasta kursen övergivits och valutan fått flyta fritt. Då har grunden för återhämtningen lagts.

Exakt så utvecklades det svenska förloppet 1985–93. Startskottet var den avreglering som Riksbanken genomförde i november 1985. Den öppnade för snabb expansion av affärsbankernas utlåning under de följande åren och en kraftig »boom«. Den följdes av en fas med »bust« som slutade med kronans fall på hösten 1992. I ljuset av det internationella krismönstret är det uppenbart kronans fall främst orsakades av den enorma överhettningen av svensk ekonomi i slutet av 1980-talet. Länder som finansiellt avreglerat och *samtidigt* bedrivit stram ekonomisk politik har undvikit djup kris och förödande valutaspekulation.

Jämförelser mellan den ekonomiska utvecklingen i de nordiska länderna under 1980- och 1990-talet styrker denna tolkning. Norge, Sverige och Finland avreglerade sina finansiella marknader på ett sådant sätt att resultatet blev djup ekonomisk kris. Danmark å andra sidan är ett exempel på ett land som avreglerade och förde en stram stabiliseringspolitik. Danmark undkom därmed en större valuta- och bankkris liknade de som bröt ut i Norge, Finland och Sverige.<sup>14</sup>

<sup>14</sup> Se här analysen för Danmark av Vastrup (2003), för Norge av Steigum (2003) och för Finland-Sverige av Englund och Vihriälä (2003) samt Jonung, Kiander och Vartia (2003). Dessa rapporter ingår i en kommande bok över den ekonomiska krisen i Finland och Sverige.

## Sammanfattning

Den finansiella avregleringen, som tog ett avgörande steg i Sverige i november 1985, blev startskottet för en s.k. boom-bust cykel i Sverige. Den lade grunden för det dramatiska förlopp som gav Sverige en rörlig växelkurs och därmed en inflationsmålsnorm. I den senare fasen av denna cykel sveptes den fasta växelkursen bort av de krafter som släpptes lösa under avregleringen 1985–89. Den finansiella revolutionen undergrävde förutsättningarna för en återgång till fast växelkurs efter kronfallet. Övergången till inflationsmålsstyrning blev det enda alternativ som återstod för Riksbanken. Den gjorde dygd av nödvändigheten, dvs. av de nya förutsättningarna för stabiliseringspolitiken. Denna dygd har sedan kodifierats i lagstiftningen kring Riksbanken.

Den finansiella revolutionen är en unik företeelse i svensk ekonomisk och politisk historia. Det finns ingen liknande episod att gå tillbaka till. Detta faktum förklarar mycket. Det förklarar varför svenska ekonomer, politiker och beslutsfattare ignorerade de finansiella aspekterna så länge. Det förklarar varför en fast men justerbar kronkurs inte längre är ett alternativ för svensk penningpolitik. Det förklarar varför förloppet blev så våldsamt och kom så överraskande. Det förklarar varför krisens orsaker och karaktär från början var omstridda och tolkades olika.

Nu i början av 2000-talet finns helt andra förutsättningar att komma fram till en gemensam grundsyn på 90-talskrisen, en grundsyn som bygger på den finansiella revolutionen. Ett skäl är att den svenska krisen idag framstår som en av många finanskriser, dvs. som en bank- och valutakris – inte som någon unik svensk kris. Det som hände i Sverige 1985–95 har också inträffat senare i andra länder, vilka avreglerat sina finansiella system och öppnat för internationella kapitalflöden – och samtidigt behållit en fast men justerbar växelkurs. Asienkrisen i slutet av 90-talet har gemensamma drag med kriserna i Europa i början av årtiondet. Den fasta växelkursen var även här förutsättningen för krisförloppet. Den växelkurs som en gång i tiden betraktades som ankaret blev istället den mina som sänkte skeppet.

Den djupa och långvariga 90-talskrisen genererade centrala lärdomar för stabiliseringspolitiken, vilka på kort tid kodifierades i nya spelregler för finans- och penningpolitiken i Sverige. Lärdomarna präglar således dagens svenska stabiliseringspolitik. De styr också dagens debatt om vårt framtida valutasystem.

\* \* \*

### *Ett självcentrerat efterord*

De följande kapitlen i denna bok kan läsas som korta ekonomisk-politiska memoarer. Författarna rapporterar sina observationer, erfarenheter och slutsatser rörande de ekonomisk-politiska händelserna, i vissa fall grundade på detaljerad granskning av arkivmaterial. Jag hade förmånen att nära följa krisförloppet som ekonomisk rådgivare till statsministern under 1992–94. Min uppgift var att analysera den ekonomiska utvecklingen och förse statsministern med synpunkter, rekommendationer och idéer. Det var en blygsam roll. Den gav inget operativt ansvar och den är inte värd närmare diskussion här.

Tillåt mig dock att redovisa min grundläggande syn på strategin för svensk stabiliseringspolitik. Min forskarbana inledde jag med att studera penningpolitik och penningmängd i Sverige ur ett långsiktigt perspektiv. Arbetet förde mig in på de ekonomiska kriserna under 1920- och 1930-talet, där jag stötte på Knut Wicksells teorier och förslag rörande prisstabilisering. Hans teori låg bakom det prisstabiliseringsprogram, som Sverige antog när kronan tvingades bort från den fasta kursen till guldets i september 1931 och växelkursen blev flytande. Då annonserade regeringen att kronans köpkraft skulle hållas konstant, dvs. Riksbanken skulle upprätthålla en konstant prisnivå. Sverige blev därmed det första land som explicit gjort prisnivåstabilisering till norm för penningpolitiken och är fortfarande det enda land som gjort så. Programmet fungerade förhållandevis väl och bidrog till att mildra den ekonomiska krisen under den tid som det var i kraft (Jonung (1977)). Med tiden övergick dock Riksbanken till fast växelkurs och prisstabiliseringen underordnades den fasta kronkursen.

Wicksells analys och argumentering fångade mig. När Sverige valde att devalvera under 1977 och lämna bindningen till D-marken såg jag ett tillfälle att slå ett slag för hans tankar, mer precist att rekommendera en rörlig kronkurs kombinerad med en prisstabiliseringsnorm. Wicksells norm med målet att hålla prisnivån helt stabil, dvs. eliminera inflationen, fann jag svår att följa i den praktiska penningpolitiken. Den kunde inte förväntas arbeta med sådan precision att döma av dåtidens forskning om penningpolitikens effekter. En viss flexibilitet behövdes, vilket jag tyckte talade för en låg inflationstakt inom ett klart angivet område.

I en artikel i *Ekonomisk Debatt* 1978 med rubriken »En stabil stabiliseringspolitik« utvecklade jag tankegången närmare: »Sammanbrottet för det internationella valutasystemet har försvagat stödet för den fasta växelkursen som norm«. Normen bör istället gälla prisnivåns utveckling: »Det finns goda skäl att välja som norm en inflationstakt, som ligger inom ett intervall mellan 0 och 2 procent per år. Smärre variationer i inflationstakten och säsongsmässiga svängningar är då tillåtna inom detta band.« (Jonung (1978)). Jag förvånas idag över hur nära mitt förslag ligger det band som Riksbanken valde 15 år senare. Det är lika stort. Riksbankens »riktkurs« är dock en procentenhet högre.<sup>15</sup> Min tilltro vid denna tid till penningpolitikens förmåga att styra inflationstakten var överdrivet stor: »När sedan riksbanken skaffat sig mer erfarenhet kan bandet eventuellt minskas i omfång.«

Jag var väl medveten om att normen inte kunde införas utan en rad fundamentala förändringar: Riksbanken behövde göras mer självständig, kronkursen behövde vara »helt fri«, normen måste »ha ett starkt stöd av regeringen och riksdagen«, en infasningsperiod behövdes troligen, budgetpolitiken och löneavtalen måste underordnas prisstabiliseringsnormen mm. Vidare framförde jag »Det krävs en ändring i attityder och kunskap hos stora grupper för att ett prisstabiliseringsprogram skall lyckas«. Argumenten hämta-

<sup>15</sup> Den europeiska centralbanken har för närvarande (våren 2003) ett inflationsmål inom intervallet 0 till 2 procent på medellång sikt.



de jag i stor utsträckning från den debatt som fördes bland svenska nationalekonomer under mellankrigstiden.

Min artikel var ett inlägg i den livliga akademiska diskussionen om svensk stabiliseringspolitik. Den publicerades under keynesianismens guldålder i Sverige då tron på finanspolitikens effektivitet var stor. 1920- och 1930-talets makroekonomiska utveckling tolkades som stöd för en aktiv konjunkturpolitik och inte som stöd för ett normtänkande. Någon reaktion på artikeln minns jag inte. I bästa fall betraktades den som intresseväckande, men verklighetsfrämmande. Jag hyste inga förhoppningar om att Riksbanken då skulle acceptera en prisstabilitetsnorm – men för mig framstod en sådan norm som den mest lovande lösningen för stabiliseringspolitiken.

Normtänkandet tog jag med mig som medarbetare i SNS Konjunkturråd i mitten av 1980-talet. Rådet blev känt för att rekommendera normpolitik som en metod att bryta devalveringsmönstret från åren 1977–82 och därmed få till stånd en balanserad ekonomisk utveckling. Vårt förslag var att Sverige inledningsvis skulle binda sig med en fast växelkurs till den dåvarande valutakorgen. Efter några år med framgångsrik övergång till låg inflation kunde ett mer ambitiöst mål övervägas, antingen en bindning enbart till den tyska valutan eller en övergång till Knut Wicksells norm för stabil prisnivå.<sup>16</sup> I den allmänna debatten etablerades en fast växelkurs som den accepterade normen, bl.a. under inflytande av Konjunkturrådets argumentation.

När jag kom till Rosenbad 1992 var jag starkt präglad av min tolkning av devalveringspolitiken under 1970- och 1980-talet. Jag såg den som en nödlösning: devalveringsvägen borde därför vara stängd. Mina skäl för detta har jag sammanfattat i inledningen till en utvärdering av 1982 års devalvering (Jonung (1991)). Fastkurspolitik, dvs. en fast växelkurs till någon utländsk valuta eller valutakorg, var för mig den näst bästa lösningen. Den bästa lösningen såg jag sedan många år tillbaka, som sagts ovan, i en prisstabiliserings-

<sup>16</sup> Se kapitel 4 i Söderström (1985).

norm baserad på rörlig kronkurs – även om den föreföll omöjlig att realisera i praktiken.<sup>17</sup>

Kronfallet i november 1992 öppnade emellertid för ett penningpolitiskt program i Knut Wicksells anda, nämligen det inflationsmål som Riksbanken valde i januari 1993. De problem som Riksbanken fick att lösa i samband med införandet av inflationsmålet var i stort sett identiska med de utmaningar som Riksbanken, som pionjär bland centralbanker, ställdes inför i början av 1930-talet, när den skulle stabilisera penningvärdet (Berg och Jonung (1999)). Idag har inflationsmålsstyrning blivit den gängse modellen för centralbanker världen över. Rötterna till denna strategi går tillbaka till Knut Wicksells banbrytande arbeten inom penningteorin från slutet av 1800-talet.

## Referenser

- Berg, Claes och Lars Jonung (1999), »Pioneering Price Level Targeting: the Swedish Experience 1931–37«, *Journal of Monetary Economics*, vol 43, s. 525–551.
- Bäckström, Urban (1993), »Tillgångspriser och stabiliseringspolitik«, *Ekonomisk Debatt*, vol 21, s. 451–464.
- Bäckström, Urban (1998), »Finansiella kriser – svenska erfarenheter«, *Ekonomisk Debatt*, vol 26, s. 5–19, (specialnummer om finanskrisen).
- Dennis, Bengt (1998), *500%*, Bokförlaget DN, Falun.
- Englund, Peter och Vesa Vihriälä (2003), »Financial crises in developed economies: the cases of Sweden and Finland«, rapport för projektet »Crises, macroeconomic performance and economic policies in Finland and Sweden in the 1990s: A comparative approach«.
- Feldt, Kjell-Olof (1991), *Alla dessa dagar. I regeringen 1982–1990*, Norstedts, Stockholm.
- Feldt, Kjell-Olof (1994), *Rädda välfärdsstaten!*, Norstedts, Stockholm.

<sup>17</sup> Som redan noterats av Bengt Dennis (1998, s. 205) ifrågasatte jag under hösten 1992 försvaret av den fasta kronkursen. Min tveksamhet blev starkare, ju fler länder som övergick till flytande växelkurs och ju fler banker som drogs ned i den finansiella krisen. Det fanns dock ett starkt moraliskt/fördelningspolitiskt skäl att värna om den fasta kronkursen. Ansvariga politiker hade under lång tid lovat att inte ändra växelkursen och därmed inbjudit till omfattande upplåning utomlands av hushåll, företag och kommuner. Om löftet sveks, skulle fördelningseffekterna bli betydande.

- Fregert, Klas och Lars Jonung (2003), *Makroekonomi. Teori, politik och institutioner*, Studentlitteratur, Lund.
- Jonung, Lars (1977), »Knut Wicksells prisstabiliseringsnorm och penningpolitiken på 1930-talet«, s. 35–83 i Jan Herin och Lars Werin, red., *Ekonomisk debatt och ekonomisk politik*, Lund.
- Jonung, Lars (1978), »En stabil stabiliseringspolitik«, *Ekonomisk Debatt*, vol 6, s. 7–18.
- Jonung, Lars, red. (1991), *Devalveringen 1982 – rivstart eller snedtändning?*, SNS, Stockholm.
- Jonung, Lars (1999), *Med backspegeln som kompass – om stabiliseringspolitiken som läroprocess*. Ds 1999:9. ESO. Finansdepartementet, Stockholm.
- Jonung, Lars, Jaakko Kiander och Pentti Vartia (2003), »The great crisis in Finland and Sweden. The macrodynamics of boom, bust and recovery 1985–2000«, rapport för projektet »Crises, macroeconomic performance and economic policies in Finland and Sweden in the 1990s: A comparative approach«.
- Kokko, Ari (1999), »Asienkrisen: många likheter med den svenska krisen«, *Ekonomisk Debatt*, vol 27, s. 81–92.
- Steigum, Erling (2003), »Financial Deregulation with a Fixed Exchange Rate: Lessons from Norway's Boom-Bust Cycle and Banking Crisis«, rapport för projektet »Crises, macroeconomic performance and economic policies in Finland and Sweden in the 1990s: A comparative approach«.
- Söderström, Hans Tson, m.fl. (1985), *Vägen till ett stabilare Sverige*, SNS Konjunkturrådsrapport.
- Söderström, Hans Tson (1996), *Normer och ekonomisk politik*, SNS, Stockholm.
- Vastrup, Claus (2003), »Why Denmark didn't get a banking crisis«, rapport för projektet »Crises, macroeconomic performance and economic policies in Finland and Sweden in the 1990s: A comparative approach«.
- Wibble, Anne (1994), *Två cigg och en kopp kaffe*, Ekerlids, Kristianstad.