LUND UNIVERSITY

Den finansiella marknaden och demokratin i Sverige

Jonung, Lars

Published in:
Globaliseringen och demokratin

1999

Document Version:
Förlagets slutgiltiga version

Link to publication

Citation for published version (APA):
Jonung, L. (1999). Den finansiella marknaden och demokratin i Sverige. I *Globaliseringen och demokratin* (Vol. SOU 1999:56, s. 57-82). (Statens offentliga utredningar: demokratiutredningens skrift; Vol. 56). SOU (Sveriges Offentliga Utredningar).

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

Den finansiella marknaden och demokratin i Sverige

Lars Jonung, professor, Stockholm

Inledning[1]

Den institutionella ramen, även beskriven som "spelreglerna", förutsättningarna eller restriktionerna, för den ekonomiska politiken i Sverige förändrades radikalt under 1980- och 1990-talet. Den drivande faktorn bakom processen var den s.k. finansiella revolutionen. Den tog sin början i USA under 1960- och 1970-talet och spred sig sedan över världsekonomin. Under den senare hälften av 1980-talet sköljde den över vårt land. Muren av regleringar som omgärdade den svenska kredit- och kapitalmarknaden underminerades av den internationella utvecklingen. Den svenska finansiella marknaden "avreglerades" och öppnades gentemot den internationella finansmarknaden. Detta steg är det centrala elementet i globaliseringen av den svenska ekonomin under efterkrigstiden.

Finansmarknadernas framväxt, en konsekvens av avregleringsprocessen, och de ändrade spelreglerna för den ekonomiska politiken som blivit följden har utlöst en livlig debatt kring sam-

[1] Många har bistått mig med konstruktiva kommentarer, bl.a. Carl-Johan Dahlman, Marie Demker, Carl B. Hamilton, Pontus Hansson, Magnus Henrekson, Håkan Lindgren, Nils Lundgren, Bo Rothstein, Joakim Stymne, Birgitta Swedenborg, Torsten Svensson, Hans Tson Söderström och Torbjörn Vallinder.

bandet mellan de finansiella marknaderna och demokratin. Vissa bedömare ser dem som ett hot mot demokratin. För några år sedan – i samband med valuta- och ränteoron under våren 1995 – varnade den dåvarande statsministern Ingvar Carlsson för att "marknaden" hotade demokratin.[2] Det kan förefalla märkligt att så kort efter socialismens fall i det forna Sovjet-blocket och införandet av marknadsekonomi och demokrati i denna del av världen, utmålas "marknaden" som ett hot mot demokratin.

Är den finansiella marknaden, i fortsättningen betecknad enbart som "marknaden", ett hot mot demokratin? Eller bör vi se den livaktiga finansiella marknaden som ett stöd för demokratin och följaktligen den finansiella avregleringen som en fördjupning av det svenska folkstyret? Syftet med denna rapport är att lämna ett svar. Rapporten består av två delar. Den första beskriver de finansiella marknadernas framväxt i Sverige. Den andra behandlar relationen mellan marknaden och demokratin.[3]

1 Den finansiella marknadens uppgång, fall och återkomst

Det är lämpligt att börja med ett historiskt perspektiv på den process som utmynnat i dagens situation. Sveriges finansiella historia under de senaste 130 åren kan sammanfattas i tre faser med hänsyn till den finansiella marknadens omfattning, internationella öppenhet och reglering.[4] Dessa faser är intimt förknippade med olika strategier för stabiliseringspolitiken. Finansmarknadens karaktär och regleringar bestämmer nämligen stabiliseringspolitikens förutsättningar.

Den första fasen börjar med övergången till guldmyntfoten under 1870-talet och avslutas med 1930-talets regleringar av handel

[2] Se t.ex. "*Jagad av marknaden*" i Kratz (1996, s. 193-216).

[3] Läsare intresserad av enbart frågan om demokratin och "marknaden" kan bortse från den första delen och gå direkt till den andra delen.

[4] Framställningen i detta avsnitt vilar på Bordo och Jonung (1996), Eichengreen (1996) samt Jonung (1997).

och finansiella flöden. Denna period utmärks av fri rörlighet av kapital över gränserna, dvs. frånvaron av regleringar av internationella finansiella flöden, snabbt växande finansiella system samt i övrigt begränsade statliga ingripanden i det ekonomiska livet.

Den andra fasen växer fram i skuggan av 1930-talets globala ekonomiska depression och andra världskriget. Då underkastades finansmarknaderna i många länder omfattande regleringar. Efter andra världskriget under det s.k. Bretton Woods-systemet begränsades den finansiella rörligheten över gränserna genom olika regleringar. Syftet med dessa var att skapa och upprätthålla nationell ekonomisk-politisk självständighet. Under dessa decennier utvecklades det svenska regleringssystemet, där räntor och kreditströmmar styrdes hårt av politiska prioriteringar.

Den tredje fasen följer med sammanbrottet för Bretton Woods-systemet i början av 1970-talet. Under 1980-talet avskaffades de svenska finansiella regleringarna under former som bidrog till omfattande ekonomisk-politisk dramatik. Sveriges ekonomi är i dag finansiellt öppen gentemot omvärlden. Vi är i centrala avseenden tillbaka i guldmyntfotens spelregler. Låt oss se närmare på dessa tre faser.

1.1 Guldmyntfoten och den öppna ekonomin

Den klassiska guldmyntfoten utvecklades i Europa under 1800-talets senare hälft. Guldmyntfoten växte fram som grundvalen för det internationella växelkurssystemet. England spelade den ledande rollen i denna process genom att fungera som ekonomisk-politisk förebild. Landet hade långt tidigare övergått till en guldmyntfot. London var centrum för det internationella finansiella systemet, England den ledande industrinationen samt den främsta av stormakterna. Under 1870-talet övergick många länder till guldmyntfoten, däribland Tyskland och de skandinaviska länderna.

Uppgiften för centralbanken framstod som enkel under guldmyntfoten. Målet var att upprätthålla konvertibiliteten till guld, dvs. en fast växelkurs för den inhemska valutan till guld. Centralbanken var skyldig att köpa och sälja guld till ett fastställt pris i

inhemsk valuta. Medlen eller instrumenten för penningpolitiken var främst diskontoändringar och marknadsoperationer. I detta system fanns knappast utrymme för annan stabiliseringspolitik, i synnerhet inte för finanspolitik. Det fanns överhuvudtaget ingen utvecklad teori för finanspolitiken. Stabiliseringspolitik var liktydigt med penningpolitik.

Den ekonomiska politiken byggde på internationell öppenhet, dvs. på fri rörlighet av kapital och arbetskraft över gränserna. De internationella flödena av människor och kapital var omfattande. Volymen direktinvesteringar från Europa till resten av världen var enorm även sett i dagens ljus.

Den svenska kapitalmarknaden var väl integrerad med den internationella. Sverige var under dessa år en "emerging market", starkt beroende av import av kapital från internationella finansiella centra som Berlin, Paris och London. Den snabba utvecklingen av det svenska finansiella systemet, dvs. av affärsbankerna, sparbankerna, hypoteksinstituten och försäkringsväsendet, bidrog till ekonomisk tillväxt och omvandling inom Sverige.[5] Staten deltog aktivt i denna process bl.a. som låntagare på de internationella marknaderna.

Från mitten av 1870-talet fram till första världskriget härskade den klassiska guldmyntfoten. Världsekonomin befann sig i en tillväxtfas utan någon tidigare motsvarighet. På lång sikt var prisnivån i stort sett stabil. Den långa räntan låg mellan tre och fyra procentenheter. Många har framfört åsikten att dessa gynnsamma ekonomiska villkor befrämjade framväxten av den politiska demokratin.

Den klassiska guldmyntfoten, vilken brukar beskrivas som höjdpunkten för den liberala världsordningen, knäcktes av det första världskriget. När kriget bröt ut övergavs kopplingen till guldet i land efter land. Pappersvalutor infördes i de flesta krigförande länder samtidigt som inflationstakten rusade uppåt.

[5] Hanson och Jonung (1999) studerar med statistiska metoder sambandet mellan utvecklingen av det finansiella systemet och den ekonomiska tillväxten i Sverige. De drar slutsatsen att den finansiella utvecklingen var en självständig faktor bakom den ekonomiska tillväxten.

Efter första världskriget fanns en stark önskan att åter etablera guldmyntfoten som grunden för det internationella valutasystemet. Flera länder pressade ned prisnivån, dvs. deflaterade sina valutor efter krigets inflation, i syfte att återgå till guldet till den växelkurs som varit gällande före kriget. Deflationen blev en socialt ytterst kostsam process i form av raskt växande arbetslöshet och misär.

Sverige följde det internationella mönstret. Den svenska åtstramningspolitiken i början av 1920-talet tryckte ned prisnivån men skapade samtidigt en djup depression samt en dramatisk uppgång i arbetslösheten. Syftet med den kontraktiva politiken var att Sverige skulle återgå till guldmyntfoten till den växelkurs som den svenska kronan haft till guldet före första världskriget. Kriget hade nämligen medfört en kraftig inflation och en deprecierande svensk valuta i förhållande till de valutor som förblivit kopplade till guldet, i första hand dollarn. Sverige återgick formellt till guldmyntfoten 1924. Ett stort antal länder tog samtidigt detta steg.

Guldmyntfoten efter första världskriget kom inte att fungera på samma automatiska och förtroendeskapande sätt som den klassiska guldmyntfoten. Mellankrigstidens guldmyntfot blev därför en kortlivad affär. Den var förenad med en kritik mot kapitalismen, marknadsekonomin och den politiska demokratin. De antidemokratiska rörelserna, fascismen, nazismen och kommunismen, växte i styrka i hägnet av hög arbetslöshet, deflation och dålig tillväxt.

I slutet av 1920-talet drogs världsekonomin ner i en djup depression. Den tog sin början i USA och spred sig sedan som ringar på vattnet till resten av världen. Krisens verkningar var utomordentligt hårda. De nådde en kulm under åren 1932-33. Arbetslösheten steg och prisnivån föll. Världshandeln reglerades, tullar och handelshinder restes överallt. Låntagarländer kunde inte betala räntor och amorteringar. Kapitalflödena torkade ut. Världshandeln krympte. Det finansiella systemet underkastades omfattande regleringar. 1930-talet markerar slutet för den liberala ekonomiska världsordning, som hade växt fram under förkrigstidens guldmyntfot, karaktäriserad av internationell öppenhet och fri rörlighet av kapital, varor och arbetskraft.

1.2 Den reglerade ekonomin

Det andra världskriget utlöste en rad regleringar av den ekonomiska verksamheten i vårt land. Hyror, räntor, valutor och löner blev föremål för olika typer av kontroller. När freden kom fanns en tro på reglering av den svenska ekonomin, inspirerad av bl.a. Stockholmsskolan och keynesianismen, den stabiliseringspolitiska skola som utvecklades ur J M Keynes analys av arbetslöshetsproblemet, men också av en allmän uppfattning att krigets regleringar fungerat väl. Regleringarna behölls i det ideologiska klimat som blev förhärskande i Sverige under efterkrigstiden. Det inhemska regleringsinslaget förstärktes av internationella impulser.

Det internationella växelkurssystemet under efterkrigstiden vilade på det fördrag som ingicks i slutet av andra världskriget mellan ledande västländer vid en konferens i Bretton Woods, en kurort i New Hampshire i Förenta Staterna. Sverige blev medlem i Bretton Woods-systemet i början av 1950-talet. Det innebar att en fast växelkurs för kronan på nytt blev riktmärket för penningpolitiken. Eftersom svensk ekonomi samtidigt var finansiellt avskärmad från världsekonomin genom valutaregleringen gavs ett betydande utrymme för inhemska regleringar av kreditmarknaden.

Riksbanken kom under Bretton Woods-perioden att fungera som den centrala finansiella regleringsmyndigheten – ett finansiellt Gosplan i svensk tappning. I skuggan av valutaregleringen utvecklades den s.k. lågräntepolitiken. Riksbankens mål var att hålla en låg och stabil räntenivå. Lågräntedoktrinen försvarades med flera argument. Låga räntor skulle gynna investeringsverksamheten och därmed tillväxten. Höga räntor ansågs ha negativa effekter på inkomstfördelningen.[6]

Under 1950- och 1960-talet övergick riksbanken till att använda en rad nya regleringsinstrument såsom likviditetskvoter och direkta kontroller över affärsbankernas utlåning i syfte att styra flödet av krediter och nivån på räntan. Det var framför allt bostadssektorn som gynnades av denna politik liksom de etablerade

[6] Se här bl.a. Lindbeck (1975) och bidragen i Werin (1993).

företagen och industrigrupperna. Konkurrensen från nya företag och företagare hölls tillbaka inom detta system.

Inom finanspolitiken tillkom på motsvarande sätt en uppsättning nya instrument inspirerade av det keynesianska tänkandet, främst i syfte att påverka investeringsaktiviteten. Inom ramen för kreditmarknadsregleringarna utvecklades den svenska modellen, som vilade på långtgående styrning inte bara av kredit- och kapitalmarknaden utan av flertalet marknader i det svenska samhället.

1.3 Avregleringen och den öppna ekonomin

Bretton Woods-systemet gick mot sin upplösning i slutet av 1960-talet och i början av 1970-talet. Det främsta skälet var att medlemmarna bedrev inbördes oförenliga former av stabiliseringspolitik. Den amerikanska politiken var mer expansiv än den tyska och japanska. Samtidigt växte de internationella finansmarknaderna i omfattning vilket försvårade upprätthållandet av de fasta växelkurser som var den bärande tanken bakom Bretton Woods-systemet. Dessa var inte helt fasta. De kunde vid "fundamental obalans" justeras, något som spekulanterna var eller blev medvetna om.

Finansmarknadernas framväxt öppnade för spekulativa attacker mot de fasta växelkurser som uppfattades som ohållbara av "marknaden". Spekulationen gynnades av växelkurssystemets uppbyggnad. Risken att förlora på spekulation mot en fast men justerbar växelkurs var liten jämfört med de potentiella vinsterna.

Riksbanken avreglerade de finansiella marknaderna i Sverige under den senare hälften av 1980-talet. Det viktigaste steget i den inhemska avregleringen togs i november 1985, den s.k. novemberrevolutionen. Då avskaffades den kvantitativa regleringen av bankernas kreditvolym. Den externa avregleringen ägde rum under 1989, då valutaregleringen slopades och svenska företag och institutioner tilläts placera utomlands.[7]

[7] Det centrala beslutet i avregleringsprocessen i november 1985 analyseras ingående av Svensson (1996).

Avregleringen i Sverige kombinerades inte med finans- och penningpolitiska åtgärder som motverkade de expansiva impulserna från avregleringen.[8] Riksbankens mål var att upprätthålla en fast växelkurs för kronan. Detta hindrade riksbanken från att strama åt svensk ekonomi genom höjda räntor. Av politiska skäl valde den sittande regeringen att inte föra en kontraktiv finanspolitik under senare hälften av 1980-talet. Konsekvensen blev ett "boom-and-bust" förlopp med överhettning under åren 1986-1990: hög inflation, stigande tillgångspriser, dvs. priser på fastigheter och aktier sköt i höjden, och hög sysselsättning. Efter denna uppgång brast "bubblan", inflationstakten sjönk, tillgångspriserna föll, investeringsverksamheten kollapsade, i synnerhet inom bostadssektorn, och arbetslösheten rusade upp mot den genomsnittliga europeiska nivån.[9]

En annan följd av avregleringen i Sverige blev att riksbanken fann det svårare än tidigare att försvara den fasta växelkursen för kronan. Den fasta kursen, vilken varit vägledande för valutapolitiken under hela efterkrigstiden, ersattes i november 1992 med rörlig växelkurs efter sammanbrottet för det s.k. kronförsvaret. I januari 1993 fastslog riksbanken ett prisstabiliseringsprogram eller mer precist ett låginflationsmål för sin verksamhet. Riksbanken har även erhållit en mer självständig ställning under de senaste tio åren än tidigare. Riksbanken har i dag i stort sett bara ett instrument, den korta räntan. Borta är uppsättningen av regleringsverktyg från Bretton Woods-perioden – såväl inom penning- som finanspolitiken.

Betingelserna för den inhemska ekonomiska politiken har förändrats även på andra områden än det finansiella. Sverige har blivit medlem i EU och överväger för närvarande ett medlemskap i den europeiska valutaunionen EMU. Ett medlemskap i EMU vore ett

[8] Beteckningen "avregleringen" är missvisande. Varje finansiellt system är föremål för någon typ av juridisk reglering. Det är mer korrekt att tala om en "omreglering" av den svenska finansmarknaden vilken tillät marknadsbestämning av priser och kvantiteter.

[9] Den ekonomiska krisen som följde i avregleringens kölvatten diskuteras närmare i bl.a. Jonung (1999).

unikt steg. Då skulle vårt land förlora sin penningpolitiska självständighet och bli en region i ett större europeiskt valutaområde.

Liberaliseringvågen är inte begränsad till enbart industriländerna i väst. Den har sköljt över de forna kommunistiska staterna samt stora delar av Asien, Latinamerika och Afrika. Efter minst 50 år med starka inslag av icke-marknadskonforma regleringar och med en ideologisk överbyggnad kritisk mot "marknaden" och öppet för "planering" förefaller världen på väg mot ett marknadsorienterat tänkande. Arvet eller minnet från 1930-talet har bleknat och ersatts av en mer positiv syn på marknaden.[10] Denna nya ekonomisk-politiska ideologi, vilken tränger undan det synsätt som har sina rötter i tolkningen av 1930-talets depression, betecknas ibland som "the Washington consensus", dvs. det budskap som IMF och Världsbanken predikar. Världen och därmed också Sverige är i dag tillbaka i ett ekonomisk-politiskt system som i centrala avseenden påminner om den klassiska guldmyntfoten: internationellt öppet, finansiellt integrerat där låg inflation eller prisstabilitet har högsta prioritet hos de ansvariga för den ekonomiska politiken.[11]

[10] 1930-talet blev en vägdelare i den ekonomiska politiken. Se här bl.a. Bordo, Goldin och White (1998) – en antologi om effekterna av den amerikanska depressionen på 1930-talet. Här visas hur depressionen i USA styrde amerikansk politik mot ett växande federalt och delstatligt engagemang på många områden, inte minst inom den finansiella sektorn. Depressionen togs som intäkt för ingrepp i marknadsekonomin, ingrepp som först ifrågasatts och modifierats under 1980- och 1990-talet.

[11] Se t.ex. Eichengreen (1996).

2 Den finansiella marknaden och det politiska systemet[12]

I en modern ekonomi som den svenska fyller det finansiella systemet viktiga uppgifter. Det "kopplar samman" sparare och investerare, dvs. det utgör en mellanhand/mäklare mellan långivare och låntagare som överför ett stort antal sparares kapital till olika investerare. I traditionella framställningar betonas följande funktioner som centrala för finanssektorn: den underlättar sparandet, den minskar likviditetsrisker för sparare, den tillåter diversifiering av sparandet, den effektiviserar allokeringen av sparandet/investeringsverksamheten och den bidrar till granskning och kontroll av företags skötsel och ledning. En väl fungerande finansiell sektor, inräknat banksystemet, försäkringsbolag, aktiemarknaden och marknaderna för olika värdepapper, är en nyckel till omvandling och ekonomisk tillväxt.[13]

I dag är de nationella finansmarknaderna, dvs. marknaderna för valutor, obligationer och aktier, väl integrerade med varandra. Handeln med valutor är helt globaliserad. Den pågår dygnet runt. Obligationsmarknaderna håller på att växa samman över gränserna. Aktiemarknaderna är fortfarande i betydande utsträckning nationella eller regionala till sin karaktär men även här pågår en snabb internationaliseringsprocess. Den svenska börsen påverkas starkt av New York-börsen.

Utvecklingen av den finansiella teknologin reducerar kontinuerligt transaktionskostnaderna vilket förstärker internationaliseringen. Handelsvolymerna på dagens finansmarknader är enorma. Nya finansiella instrument tillkommer löpande. Fallande transaktionskostnader, utvecklingen av IT-teknologin m.m., gör det möjligt för allt fler att uppträda på de finansiella marknaderna. Dagens teknologi tillåter snart sagt varje företag och hushåll att nära följa marknaderna samt att direkt delta genom köp och

[12] Flera av de problem som diskuteras i detta avsnitt behandlas bidragen i Sohlman och Viotti, red., (1997). Se bl.a. analyser av Mats Persson, Ragnar Lindgren, Kjell-Olof Feldt och Klas Eklund.

[13] Det svenska finansiella systemet och dess funktioner presenteras ingående av Werin (1993).

försäljning av finansiella tillgångar. Svenska folket kan på ett annat sätt än tidigare engagera sig på de finansiella marknaderna.

Den finansiella revolutionen återspeglas i en snabb utveckling av teoribildningen kring finansmarknaderna. Den har också bidragit till framväxten av en omfattande finansiell press och nyhetsbevakning. Tidningar och tidskrifter med huvudsakligen finansiell och ekonomisk inriktning som Wall Street Journal, Financial Times och Economist har seglat upp som kvalitetsprodukter att läsas av beslutsfattare och politiker världen över. Denna utveckling har ändrat den svenska mediabevakningen på ett genomgripande sätt: ekonomisk journalistik har fått en starkare och mer framträdande ställning än vad fallet var under den finansiella regleringsperioden.

Under 1980- och 1990-talet har finansmarknaderna kommit i fokus även i den politiska debatten. Skälet är avregleringen och den därav följande internationaliseringen av den svenska finansmarknaden. Den finansiella revolutionen har nämligen gett upphov till en ny incitamentsstruktur för det politiska systemet och därmed för svenska politiker. De befinner sig idag i en ekonomisk-politisk miljö där de blir granskade och bedömda av den finansiella marknadens prissättning – en miljö helt annorlunda än den som härskade under efterkrigstiden fram till början av 1990-talet.

Svenska politiker har haft svårigheter att orientera sig i den nya öppna värld som skapades så snabbt och överraskande genom den finansiella teknologins framväxt och de finansiella avregleringarna under 1980-talet. Nu tolkas och poängsätts nämligen den ekonomiska retoriken och politiken på de finansiella marknaderna minut för minut – inte som förr enbart i månatliga opinionsundersökningar och i allmänna val vart tredje/fjärde år.

Det är denna nya miljö som utlöst dagens debatt om marknaden och demokratin. Den är intimt förknippad med finansmarknadens roll som signalsystem. Låt oss först granska denna roll och sedan diskutera dess relation till det politiska systemet och demokratin.

2.1 Den finansiella marknaden som signalsystem

Ekonomer och andra bedömare, populärt kallade "analytiker", i investmentbolag, börsfirmor, banker och konsultföretag, följer dagligen det ekonomiska och politiska läget i Sverige för att göra prognoser att delge sina kunder och därmed skapa handel.[14] Denna övervakning sker inte bara i Stockholm utan i övriga huvudstäder i Norden, i Tyskland, Storbritannien och USA. Snart sagt varje uttalande från regeringen och riksbanken men även från oppositionen, fackföreningsrörelsen och företagsledare granskas och värderas. Riksbankschefens och finansministerns tal lusläses på ett sätt som tidigare skulle ha uppfattats som överdrivet. Den svenska ekonomin liksom beslutsfattare som riksbankschefen och finansministern är nu övervakade i stort sett dygnet runt. Aldrig tidigare i den ekonomisk-politiska historien har de stabiliseringspolitiska beslutsfattarna varit så skärskådade som nu, såväl i Sverige som utomlands.

Ny information om den ekonomiska politiken sänds löpande ut via nyhetsbyråer, vissa av dem specialiserade på ekonomi och politik, via den finansiella pressen och via den ordinarie nyhetsbevakningen. Den finansiella marknaden har till och med "egna" TV-kanaler. Ny information, dvs. ändringar i bedömningar och prognoser, återspeglas i kursrörelser för den svenska räntan och svenska kronan. Tecken på t.ex. inflationistiska tendenser, växande budgetunderskott, "slapp" finanspolitik utlöser omedelbart reaktion i form av räntestegringar och fallande kronkurs. Tecken på – och därmed förväntningar om – lyckad budgetsanering, stram budgetpolitik och växande samhällsekonomisk balans leder till fallande räntor och stigande kronkurs.

Tidigare under 1970- och 1980-talet, då riksbanken höll en fast kronkurs, var det förhållandevis enkelt att spekulera mot kronan. Kronkursen kunde bara gå åt ett håll, dvs. devalveras, i förhållande till omvärldens valutor eftersom Sverige bedrev en mer inflationistisk politik än omvärlden. Alternativet att kronan skulle skrivas upp framstod inte som ett realistiskt utfall. Riksbanken arrangera-

[14] Denna nya klass av ekonomer beskrivs livfullt av Eklund (1996).

de med andra ord ett "gratislotteri" med stora vinstchanser och små förluster.

I dag med en rörlig kronkurs kan kursen såväl stiga som falla, vilket innebär större risker och därmed högre krav på marknadens aktörer att analysera framtidens valutautveckling. De har förvisso ett beslutsunderlag inklusive prognoser som inte står efter de officiella prognoserna från regeringen och riksbanken.[15] I själva verket har den monopolställning som Konjunkturinstitutet en gång innehade för länge sedan eliminerats. Marknaden för prognoser har attraherat många konkurrenter eftersom avkastningen på tankeväckande, om inte alltid träffsäkra, prognoser är hög.

Den finansiella marknaden fullgör här en kontroll- och övervakningsfunktion som tidigare mest uppmärksammats när det gällt enskilda företag och deras ledning. Kapitalmarknaden granskar traditionellt de investeringsprojekt som enskilda företag söker finansiera på marknaden. Aktiemarknaden värderar löpande skötseln av börsnoterade företag. Företagsledningens kapacitet återspeglas i aktiekurserna. Företagschefer, vilka byggt upp ett förtroende för sin kompetens, belönas med stigande kurser medan chefer med låg trovärdighet pressar ned sina företags värdering.[16]

I dag har enskilda länders regeringar, riksbankschefer och finansministrar hamnat i en likartad situation. Prissättningen på deras skuldbevis och valutor återspeglar deras skötsel av sitt lands affärer på samma sätt som aktiemarknaden betygsätter ledningen för enskilda företag.

[15] Kompetensen och kunskapen hos de verksamma på den finansiella marknaden har stigit markant. Unga och lovande begåvningar har dragits in i yrken som knappast fanns för några år sedan. Rekryteringen sker bl.a. från departementen och riksbanken. Det går inte längre att vifta bort "marknadens" reaktion som enbart spekulativ, okunnig eller överdriven.

[16] Exempel på detta är Gyllenhammar-rabatten i Volvo, dvs. en rabatt på ett enskilt företags aktiekurs skapad av en företagsledare med dåligt anseende på börsen.

2.2 Den finansiella marknaden och demokratin

Efter avregleringen fungerar den finansiella marknaden som ett ekonomisk-politiskt signalsystem rörande den svenska regeringens politik. Just dessa signaler har blivit föremål för hård kritik från olika läger. Dessa nya eller snarare nygamla attacker mot finansmarknaden bör ses i ett historiskt perspektiv. Under praktiskt taget hela detta sekel har avvägningen mellan marknadsekonomin och det politiska systemet debatterats i vårt land. Mellankrigstidens diskussion gällde främst framstötar om socialisering. Efter andra världskriget var planhushållningsfrågan på tapeten. 1968 års ungdomsrevolt vände sig mot marknadsekonomin och kapitalismen i största allmänhet. Löntagarfonder var ett dominerade debattämne i slutet av 1970-talet och början av 1980-talet.

Efter Berlin-murens fall och öststatssocialismens kollaps framstod marknadsekonomin som det enda ekonomiska system som kunde kombinera uthållig ekonomisk tillväxt med politisk demokrati. Den socialistiskt inspirerade kritiken mot marknadsekonomin föreföll misskrediterad. Det kapitalistiska marknadssystemet hade vunnit fullgod demokratisk legitimitet.

Detta tillstånd förefaller kortvarigt i Sverige. Den klassiska striden blossade upp i kölvattnet från turbulensen på de finansiella marknaderna under olika "kriser" i svensk ekonomi under 1990-talet. Den dyker upp på nytt i samband med debatten om globaliseringen. Det nya med dagens kritik är att den främst riktar sig mot en specifik marknad, nämligen den finansiella, vanligtvis betecknad som "marknaden" i massmedia. Det finns dock skäl att se den som ett förtäckt angrepp på marknadsekonomin i stort. De som angriper den finansiella marknaden idag var för övrigt benägna att angripa marknadsekonomin igår.

2.2.1 Kritiken mot finansmarknaden

Kritiken mot "marknaden" har vänt sig mot den nära kopplingen mellan de finansiella marknaderna och utformningen av den svenska penning- och finanspolitiken i samband med 1990-talets ekonomisk-politiska dramatik. Den finansiella marknadens

reaktionsmönster i form av ändringar i växelkurser och räntor har utmålats som en enväldig och odemokratiskt tillsatt "domare" över den politik som utformas av demokratiskt valda och tillsatta församlingar, dvs. av riksdagen, regeringen och riksbanken. Enligt kritikerna har marknaden fått för stor makt. Den utmålas ett hot mot Sveriges självständighet.

I samband med valuta- och ränteoroligheterna under våren 1995 nådde angreppen mot marknaden något av ett crescendo i Sverige. Argumenten från denna episod är värda en närmare principiell analys eftersom de framfördes med sådan skärpa och övertygelse. Det är rimligt att vänta sig att argumenten återkommer i framtiden när Sverige på nytt upplever finansiella kriser.

Så här yttrade sig den dåvarande statsministern Ingvar Carlsson under våren 1995: "marknaden håller på att ta över en del av den svenska politiska demokratin" (TV 2:s Rapport 9/4 1995). I brev till socialdemokratiska opinionsbildare (11/4) skrev han: "Vad som händer och har hänt i Sverige är att marknaden tar över bit för bit av demokratin." När Ingvar Carlsson meddelade sin avgång som statsminister 1995 utmålade han den finansiella marknaden som ett allvarligt hot mot Sveriges självständighet och demokrati – en fara som han ansåg sig framgångsrikt ha medverkat till att ha avvärjt: "Sverige har inte varit mer hotat som självständig nation sedan andra världskriget än när vi tog över regeringsmakten ... Vi stod inte bara inför en ekonomisk katastrof, utan också en katastrof för svensk demokrati."

En variant av kritiken mot marknaden kom från LO:s ordförande i samband med krispaketet på våren 1995. I en intervju i Dagens eko (7/4 1995) påstod han att marknaden "bestämmer", att vi har "en slags marknadens diktatur". LO kunde inte göra så mycket åt detta utom att demonstrera den 1 maj enligt Bertil Jonsson.

SSU:s ordförande Karl-Petter Thorwaldsson följde en liknande linje i sitt första maj-tal 1995: "Jag hatar den marknad som tar sig friheter på folkstyrets bekostnad ... i dag lever vi under marknadens diktatur". Vidare i hans anförande: "Demokratin är åsidosatt av unga grabbar i Armanikostymer och sidenslipsar som leker med Sveriges framtid framför sina Reuterskärmar."

Detta är några exempel på anklagelser mot finansmarknaden för att vara en fara för folkstyret hämtade från valutaoron under våren 1995. Listan kan göras längre genom citat från bl.a. kolumnister i dags- och kvällspressen. Den kan kompletteras med liknande kritik som framkommit under senare år.

2.2.2 Perspektiv på kritiken

För att få perspektiv på denna kritik är det lämpligt med en kort beskrivning av den marknad som står i fokus för debatten, dvs. marknaden för svenska statens obligationer och andra låneinstrument. Denna består, som fallet är med alla marknader, av två parter, nämligen köpare och säljare. Köparna fungerar som långivare och säljarna som låntagare. En viktig låntagare, dvs. säljare av obligationer, är den svenska staten som finansierar budgetunderskott med nya lån. Långivarna eller placerarna utgörs bland annat av pensionsfonder, avkastningsfonder och stiftelser. Deras uppgift är att förvalta andras besparingar så att de på sikt ger en fullgod avkastning sedan hänsyn tagits till inflation.

En låntagare som uppträder ansvarslöst och som därmed framstår som behäftad med betydande risk måste vara redo att betala en högre ränta. Detta gäller för enskilda individer, företag och institutioner såväl som för stater. Den svenska statens obligationer utgivna i svenska kronor betraktas som förknippade med en hög inflationsrisk. Vår historia av överbryggningspolitik, inflation, devalveringar och jättelika budgetunderskott sedan mitten av 1970-talet har bidragit till förväntningar om hög inflation.

Det är rimligt att se marknaden för svenska statspapper som en mätare på den svenska statens inflationsbenägenhet. Marknaden utgör med andra ord ett signalsystem som anger den avkastning långivarna önskar för att de skall vara villiga att köpa svenska statsobligationer eller andra statliga låneinstrument. Avkastningskravet återspeglar i sin tur de förväntningar som långivarna hyser om den framtida politikens innehåll. Långivarna söker således göra en prognos om den framtida ekonomiska politikens inriktning.

Den svenska regeringen har själv valt att utsätta sig för dessa signaler från marknaden. Det står ju varje regering fritt att välja om den vill finansiera sina underskott med lån eller med höjda skatter eller med minskade offentliga utgifter. Om ett land väljer lånefinansiering, så har det också valt att bli granskad av marknaden.[17] Om en regering vill "bryta marknadens makt" finns en enkel metod, nämligen att skapa balans i statsbudgeten och amortera ned statsskulden.

Det finns inget tvång eller någon "diktatur" i marknadens beteende. Marknaden bestämmer inte över regeringen eller dikterar villkorslöst dess politik. Regeringen har sin fulla frihet att välja hur den skall regera och reagera på marknadens signaler. Naturligtvis måste den ta konsekvenserna av sin politik i form av eventuella ränte- och växelkursändringar. Anser regeringen att fördelarna med dess politik överstiger nackdelarna i form av högre räntor på statsskulden och ändrad växelkurs så kan den välja att ta lätt på marknadens reaktioner.

Marknaden ger information inte bara till regeringen utan också till väljarna och oppositionen. Marknadens prissättning utökar väljarnas kunskap. Väljarna/allmänheten får bättre information om de långsiktiga (framtida) effekterna av dagens ekonomiska politik än vad som varit fallet utan en fungerande finansmarknad.

Resonemanget kan illustreras med ett uttalande i budgetdebatten i januari 1995 av den dåvarande finansministern Göran Persson. Han klagade då över alla lobbyister som sprang i riksdagskorridorerna: "Och kom ihåg att framtiden saknar lobbyister. Framtiden har inga lobbyister." Tyvärr insåg inte finansministern att den finansiella marknaden just är framtidens lobbyist genom att den kopplar ihop nutiden med framtiden via

[17] Centerpartiets dåvarande ledare Olof Johanssons antydde i riksdagsdebatten om krisen under våren 1995 (6/4 1995) att marknaden gör riksdagen till en "lekboll". Det är snarare tvärtom: riksdagen har förvandlat sig själv till en lekboll. Marknaden har aldrig begärt att svenska staten skall ha stora budgetunderskott. Långivarna önskar bara få vad de anser vara rimlig ränta på de lån som staten väljer att ta upp som ett resultat av olika riksdagsbeslut.

räntebildningen. Ibland anklagas svenska politiker för att vara kortsiktiga, för att de bara ser fram till nästa val. Om detta är en korrekt anklagelse, så bör förekomsten av en väl fungerande finansiell marknad snarast ses som ett medel att förstärka långsiktigheten i den politiska debatten.

Analysen pekar på att den finansiella marknaden löpande bidrar till den politiska debatten. Den blir ytterligare en "signal" eller "röst för framtiden" i det offentliga samtalet inom ramen för det demokratiska styrelseskicket. Marknadens övervakning och granskning har en viktig men föga uppmärksammad effekt: den bidrar till att *höja kvalitén* på den ekonomisk-politiska debatten och därmed också på den ekonomiska politiken. På så vis kan finansmarknadens signaler uppfattas som ett bidrag till den sedvanliga demokratiska processen.

Den finansiella marknaden har inte bara kritiserats för att vara "odemokratisk" utan även för att vara "orättvis" och "okunnig" om politiska förhållanden samt för att reagera för sent och för starkt, dvs. vara för volatil – en kritik som kommit från såväl det borgerliga som från det socialdemokratiska lägret.

Förvisso kan marknaden missbedöma den politiska och ekonomiska utvecklingen i ett land under lång tid innan den reagerar – lika väl som den kan missbedöma utvecklingen i ett enskilt börsföretag – men förr eller senare kommer marknaden att "vakna". Marknadens aktörer kan också visa tecken på flockbeteende. Marknaden är således inte ett perfekt signalsystem – något sådant system förefaller omöjligt att konstruera.[18]

[18] Ett alternativ vore att åter reglera finansmarknaden. Det finns en rad invändningar mot en sådan "påreglering". Den skulle strida mot de åtaganden Sverige gjort i samband med sitt medlemskap i EU. Vidare torde den finansiella teknologins utveckling göra det svårt att isolera Sverige finansiellt från omvärlden. Avskurna från de internationella finansmarknaderna skulle dessutom svenska storföretag få starka incitament att flytta centrala funktioner ut ur Sverige. En "påreglering" skulle undergräva Sveriges möjligheter till snabb ekonomisk tillväxt.

2.2.3 Liberal eller kollektivistisk demokratisyn?

Varför har då finansmarknaden framställts som "odemokratisk", dvs. blivit föremål för så fräna attacker, i synnerhet från socialdemokratiska politiker? Svaret bör sökas utanför den ekonomiska analysens ramar, nämligen i tolkningen av begreppet demokrati. Den är nämligen nyckeln till synen på sambandet mellan finansmarknaden och demokratin.

Traditionellt ställs två uppfattningar om demokrati mot varandra – även om skiljelinjerna inte alltid är knivskarpa. Den första vilar på liberal och individualistisk grund och är öppen för olika begränsningar av den politiska makten genom bl.a. rättssäkerhetsregler, garantier för olika fri- och rättigheter. Den andra bygger på en kollektivistisk grund. Den kollektivistiska demokratiuppfattningen är som regel kopplad till önskemål om en utjämning av inkomster och förmögenheter.

Varje samhälle ställs inför en rad beslut rörande produktion, konsumtion och fördelning. Dessa beslut kan i princip göras inom två sfärer: inom den privata sektorn eller inom det politiska systemet. Den privata sektorn, ofta bara beskriven som marknadssektorn, omfattar såväl den traditionella marknaden med dess kontrakt och avtal rörande köp och försäljning som familjen samt olika privata och frivilliga organisationer och föreningar. Var gränsen går mellan de två sfärerna varierar mellan olika samhällen beroende på bl.a. den dominerande politiska ideologin och därmed på tolkningen av begreppet demokrati. Avvägningen, "balanspunkten", mellan de bägge sfärerna varierar också över tiden beroende på öppenheten gentemot omvärlden, teknologins utveckling m.m.

I Sverige har socialdemokratins mål under dess långa regeringsinnehav varit att utöka det politiska systemets omfattning på bekostnad av den privata sektorns, inklusive marknadens, utsträckning. Ett viktigt medel för att nå detta mål har varit att reglera och därmed politisera "tunga" och omfattande marknader som bostads-, arbets-, kapital- och valutamarknaden samt marknaderna för vård, tjänster och utbildning. Den offentliga sektorns expansion har betraktats av socialdemokratins talesmän som en

fördjupning och förstärkning av demokratin, i synnerhet av den "ekonomiska" demokratin. När processen under senare tid går åt andra hållet, dvs. när den politiska kontrollen reduceras genom att marknader avregleras och privatiseras, uppfattas detta följaktligen som att marknaden tränger undan demokratin, att demokratin är "hotad".

Argumentationen om finansmarknaden som ett hot mot demokratin kan spåras till den socialdemokratiska demokratiuppfattningen. Den innebär i korthet att beslut som *inte* är fattade inom det politiska systemet i grunden är suspekta ur ett demokratiskt perspektiv eller till och med odemokratiska. Enligt detta synsätt bör mängden av icke-demokratiska beslut, dvs. beslut tagna inom marknadens sfär, minimeras för att göra Sverige "demokratiskt". Denna tolkning framgår bl.a. av socialdemokraternas senaste partiprogram antaget vid partikongressen 1990. Programmet inleds med "allmänna grundsatser" som återfinns i tidigare partiprogram:

> Socialdemokratin vill låta demokratins ideal sätta sin prägel på hela samhällsordningen och människornas inbördes förhållanden ... I detta syfte vill socialdemokratin så omdana samhället, att bestämmanderätten över produktionen och dess fördelning läggs i hela folkets händer, ... Denna den demokratiska socialismens samhällsuppfattning är uttryck för viljan att ....

Denna kollektivistiska syn på demokratin, i synnerhet när den kopplas till argument rörande "ekonomisk" demokrati, ger associationer till det totalitära demokratibegreppet.[19] I den totalitära demokratin styr folkviljan obegränsat inom alla områden av samhällslivet, inklusive det ekonomiska livet ("hela samhällsordningen"). Det totalitära demokratibegreppet är således extremfallet av det kollektivistiska demokratibegreppet, dvs. en demokrati som ger majoriteten långtgående makt över minoriteten. Tänkandet

[19] Se Tingsten (1992) för en kortfattad diskussion av begreppen totalitär och liberal demokrati. Analysen av den totalitära demokratin hämtar Tingsten från Talmon (1960). Den totalitära demokratiuppfattningen kan spåras till bl.a. Rousseau. De s.k. folkdemokratierna i det forna Östeuropa motiverades delvis med hjälp av ett totalitärt demokratibegrepp.

inom stora delar av det svenska partipolitiska spektrat, inte bara inom socialdemokratin, har traditionellt genomsyrats av en dylik kollektivistisk demokratisyn.

När det socialdemokratiska eller kollektivistiska demokratibegreppet tillämpas på de finansiella marknaderna, blir räntan ett pris som bör vara bestämt av demokratiskt valda politiker – som fallet var före den finansiella avregleringen – och inte av "anonyma" sparare och investerare som möts på den finansiella marknaden utanför det politiska systemets makt. Under socialdemokratins ekonomisk-politiska storhetstid, dvs. under 1940-, 1950-, 1960- och 1970-talen, var räntan just ett "politiskt" pris styrt av regeringen och riksbanken inom hägnet av hela batteriet av regleringar av kredit- och kapitalmarknaden.[20]

När regleringssystemet eliminerades, blev räntan ett pris som andra priser, bestämt på traditionellt sätt av efterfrågan och utbud.[21] Det politiska priset blev "opolitiskt" och därmed också "odemokratiskt" som följd av avregleringen. När andra beslutsfattare än politiker styr räntan är detta följaktligen per definition "odemokratiskt". Den finansiella avregleringen blir särskilt besvärande eftersom den finansiella "påregleringen" under 1940- och 1950-talet utgjorde en central förutsättning för hela politiseringen av svensk ekonomi.

Det är rimligt att tolka Ingvar Carlssons, Bertil Jonssons och andra socialdemokraters kritik mot finansmarknaden som odemokratisk med utgångspunkt från det socialdemokratiska demokratibegreppet. Carlsson såg nämligen en ny "klyfta, mellan de demokrater som tycker att medborgarnas val ska avgöra och de som kräver marknadsdiktatur" under krisen 1995. Här återspeglas tydligt skillnaden mellan en traditionell liberal och en socialdemokratisk syn på begreppet demokrati. Enligt den sistnämnda är det folkviljan, vanligen tolkad som resultatet av majoritetsbeslut,

[20] En viktig idékälla till socialdemokratins politisering av kapitalmarknaden är analysen hos Gunnar Myrdal (1944). Se också Jonung (1993) för en diskussion av de finansiella regleringarnas ideologiska rötter.

[21] Räntan som diskuteras här är den långa räntan. Den "korta" räntan bestäms av riksbanken inom den nuvarande institutionella ramen.

"medborgarnas val" enligt Carlsson, som skall härska obegränsat, minst av allt inskränkt av marknaden. När enskilda individer och företag tillåts att köpa och sälja på den finansiella marknaden i ett fritt val blir detta "diktatur" enligt Carlsson. Samma motsättning mellan "folkviljan" uttryckt i allmänna val och finansmarknaden återkommer som den röda tråden hos andra företrädare för det obegränsade demokratibegreppet.

I ett gängse liberalt-individualistiskt perspektiv finns ingen grundläggande motsättning mellan marknaden och demokratin. De bägge kompletterar varandra: marknadsekonomin är en nödvändig förutsättning för den politiska demokratin och det politiska systemet anger ramarna eller spelreglerna för marknaden. Inte nog med det, marknadsmekanismen, dvs. det fria bytet, utgör i sig en demokratisk institution i den bemärkelsen att den vilar på individens vetorätt. På marknaden tvingas ingen att ingå i ett byte, dvs. i ett köp eller en försäljning, mot sin vilja. Det går alltid att välja att använda sitt individuella veto genom att vägra att köpa eller sälja.

Denna individuella vetorätt finns som regel inte i den politiska sektorn. Istället tvingas alla att underkasta sig majoritetens beslut, även de som röstar mot majoriteten. Frivillighetens princip är svår att göra vägledande för kollektiva beslut.[22] Sett ur detta perspektiv innebär avregleringen av den svenska finansmarknaden en utvidgning och fördjupning av vår demokrati, inte en begränsning av den eller som ett hot. Nu ges den enskilde medborgaren nya möjligheter att bestämma över sitt sparande och sina investeringar – en möjlighet som ökar den enskildes frihet.[23]

[22] Knut Wicksell sökte överföra frivillighetens princip till beslut i offentliga församlingar i ett banbrytande arbete. Se Wicksell (1987). Wicksell var en inspirationskälla för svensk socialdemokrati på många områden, dock inte när det gällde principerna för det politiska systemet.

[23] Den finansiella revolutionen öppnar också för nya möjligheter för individen att skapa alternativ till de offentliga försäkringssystemen. Den snabba expansionen i Sverige av olika former av offentliga eller kollektiva försäkringar och pensionssystem underlättades i betydande utsträckning av regleringarna av kapital- och kreditmarknaden.

3 Sammanfattning

Efter den finansiella avregleringen under 1980-talet utgör den finansiella marknaden ett signalsystem som dagligen informerar om den ekonomiska politiken, mer precist om den svenska regeringens inflationsbenägenhet. Dessa signaler i form av ränte- och växelkursändringar ger värdefull information till väljarna och till deltagarna i den politiska debatten – förutom att de fyller en fundamental funktion i prisbildningen. Det signalsystem som finansmarknaderna representerar har bidragit till att höja kvalitén på den ekonomisk-politiska debatten i vårt land.

Givetvis måste informationen från de finansiella marknaderna kompletteras med information från andra källor som pressen, media, de politiska partierna och organisationerna. Finansmarknadens signaler ingår tillsammans med alla andra "signaler" i det beslutsunderlag som väljarna använder sig av när de går till valurnorna.

Den svenska regeringen väljer självständigt hur den vill regera och reagera utifrån finansmarknadernas signaler. Den finansiella marknaden är således inget hot mot demokratin. Den är inte heller någon diktator utan en förutsättning för en väl fungerande liberal demokrati.[24] Slutsatsen bör bli att den finansiella avregleringen och den följande finansiella "revolutionen" utgör ett signifikant och värdefullt steg mot ett öppnare och mer demokratiskt Sverige.

[24] Diktatorer har som regel valt att begränsa de finansiella marknaderna. I Hitlers Tyskland och Stalins Sovjet fanns inga fria kapitalmarknader – ett förhållande som bör stämma dagens kritiker av de fria kapitalrörelserna över gränserna till eftertanke.

Referenser:

Eichengreen, B., (1996), *Globalizing Capital. A. History of the International Monetary System*, Princeton university press, Princeton.

Bordo, M., C. Goldin och E. White, (1998), *The Defining Moment. The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, NBER, University of Chicago Press, Chicago.

Bordo, M. och L. Jonung, (1996), "Internationella växelkurssystem och valutaunioner. Några lärdomar rörande Sverige och EMU", bilaga 1 till EMU-utredningen (*SOU 1996:158*).

Eklund, K., (1996), "Gör bankekonomerna någon nytta?", kapitel 7 i L. Jonung, red., *Ekonomerna i debatten – gör de någon nytta?*, Ekerlids förlag, Otta.

Hanson, P. och L. Jonung, (1999), "Det finansiella systemet och den ekonomiska tillväxten. Internationella och svenska erfarenheter", stencil. Handelshögskolan.

Jonung, L., (1993), "Kreditregleringarns uppgång och fall", kapitel 13 i L. Werin, red. (1993).

Jonung, L.,(1997), "Framtidens stabiliseringspolitik – svensk makropolitik igår, i dag och i morgon", kapitel 2 i Å. Andersson, red., *Bostadsmarknaden på 2000-talet*, SNS.

Jonung, L., (1999), *Med backspegeln som kompass – om stabiliseringspolitiken som läroprocess*, Rapport till ESO. Ds 1999:9, finansdepartementet, Norstedts, Stockholm.

Kratz, A., (1996), *Ingvar Carlsson. Erlanders siste pojke*, Bonnier Alba, Falun.

Lindbeck, A., (1975), *Svensk ekonomisk politik*, Aldus, Stockholm.

Myrdal, G., (1944), "Höga skatter och låga räntor" i *Studier i ekonomi och historia tillägnade Eli F. Heckscher*, Almqvist och Wiksell, Uppsala.

Sohlman, M. och S. Viotti, red., (1997), *Vem styr – politikerna eller marknaden?*, Ekerlids förlag, Otta.

Svensson, T., (1996), *Novemberrevolutionen. Om rationalitet och makt i beslutet att avreglera kreditmarknaden 1985*. DS 1996:37, finansdepartementet.

Talmon, J.L., (1960), *The Origins of Totalitarian Democracy*, Praeger, New York.

Tingsten, H., (1992), "Frihetens despoti", s. 35-44 i P. Ahlmark, red., *Herbert Tingsten. Tyranniet begär förtroende*, Ratio,

Werin, L, (1993), "Det finansiella systemet i omvandling", Del I i L. Werin, red., *Från räntereglering till inflationsnorm. Det finansiella systemet och riksbankens politik 1945-1990*, SNS, Kristianstad.

Werin, L., red.,(1993), *Från räntereglering till inflationsnorm. Det finansiella systemet och riksbankens politik 1945-1990*, SNS, Kristianstad.

Wicksell, K., (1987), *Om en ny princip för rättvis beskattning*, Ratio, Göteborg.