



LUND UNIVERSITY

Finansiell stabilitet och utveckling

Jonung, Lars

Published in:

De baltiska tigrarna : den ekonomisk-politiska utvecklingen i Estland, Lettland och Litauen

1998

Document Version:

Förlagets slutgiltiga version

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

Jonung, L. (1998). Finansiell stabilitet och utveckling. I L. Borg (Red.), *De baltiska tigrarna : den ekonomisk-politiska utvecklingen i Estland, Lettland och Litauen* (s. 67-74). SAF.

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

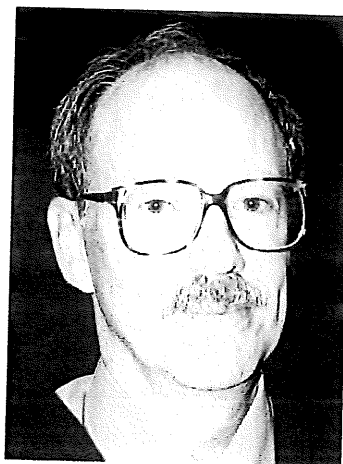
If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

LUND UNIVERSITY

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

DE BALTISKA TIGRARNA

FINANSIELL STABILITET OCH UTVECKLING



LARS JONUNG
Professor
Handelshögskolan i Stockholm

Min diskussion av den ekonomiska stabiliteten i Baltikum utgår från två begrepp, nämligen monetär och finansiell stabilitet.

Monetär stabilitet bygger på ett *makroperspektiv*. Det innebär en låg och stabil (förutsägbar) inflationstakt. Med andra ord, monetär stabilitet är beroende av en "sund" valuta. I Sverige brukar vi tala om ett fast penningvärde eller låginflationsmål.

Finansiell stabilitet vilar på ett *mikroperspektiv*. Det innebär existensen av en "effektiv" finansiell sektor, det vill säga en väl fungerande kapitalmarknad som kan hantera olika typer av risker samt kanaliseras sparandet till investeringar på ett gynnsamt sätt. För att det skall vara möjligt bör en effektiv finansiell sektor bestå av tre element.

- En aktiemarknad - en marknad för ägandet, styrningen, kontrollen och finansieringen av börsföretag
- Ett banksystem med banker och andra finansiella intermediärer
- En värdepappersmarknad.

Monetär stabilitet är nyckeln till eller förutsättningen för finansiell stabilitet

Utan en stabil monetär regim och utan en "fast" stabiliseringspolitik och makroekonomisk miljö är det mycket svårt att få till stånd en effektiv finansiell sektor, och därmed finansiell stabilitet. Något tillsatsat: en sund monetär sektor löser nästan alla problem. Det är vik-

tigt med monetär och finansiell stabilitet av främst två skäl. Stabilitet är en förutsättning för både en snabb ekonomisk tillväxt och omvandling samt en förutsättning för en väl fungerande demokrati.

Ett antal studier visar att länder med en effektiv finansiell sektor, med en fungerande aktiemarknad, börs, kreditmarknad och optionsmarknad, växer snabbare än länder utan en effektiv finansiell sektor. Svenska erfarenheter pekar på liknande resultat.

I vårt land har länge funnits en tro att det räcker med kapital och arbetskraft för att skapa tillväxt. Vi hade ett omfattande system med regleringar under 1950- och 60-talet som inkluderade riksbankens reglering av alla kreditströmmarna, allt med syfte att begränsa kapital- och aktiemarknadens roll i ekonomin. Vad vi idag ser i form av låg tillväxt i Sverige kan mycket väl vara resultatet av detta regleringssystem.

Finansiella kriser som resultat av politisk instabilitet

Ett starkt skäl för ett väl fungerande finansiell och monetärt system är att det som regel är grunden för en väl fungerande politisk demokrati. Finansiell instabilitet har ofta lett till populism och politisk extremism. Uppenbara exempel är Weimarrepubliken och Latinamerika. Kort sagt, finansiell *instabilitet* är ett hot mot demokratin.

Om man inte lyckas skapa monetär stabilitet är det svårt, för att inte säga omöjligt, att skapa finansiell stabilitet. Monetär instabilitet, skapad av allvarliga felgrepp i makropolitiken såsom tvära kast i stabiliseringspolitiken eller ohållbara växelkurssystem, kan skapa finansiella kriser. 1930-talets depression, 1990-talets kris i Sverige och Finland, Mexikokrisen och nu Sydostasienkrisen är alla resultat av felgrepp i penningpolitiken.

Monetär och finansiell stabilitet vilar på förtroende eller trovärdighet för beteendet både inom den offentliga och den privata sektorn. Förtroende och trovärdighet är här nyckelbegrepp eftersom kapitalmarknaden vilar på förväntningar om framtiden, både när det gäller den privata och den offentliga sektorns beteende.

För att skapa det förtroende som behövs för finansiell stabilitet måste man därför föra en politik som gynnar stabilitet i spelreglerna. Över-

allt behövs fasta spelregler - i skattelagstiftningen, bokföringsreglerna, banklagstiftningen, penningpolitiken och finanspolitiken.

Stabilitet behövs också inom den privata sektorn, främst som stöd för de mest grundläggande av förväntningarna i en marknadsekonomi, nämligen förväntningen att alla parter uppfyller sina delar av ett kontrakt.

Hantering av finansiella kriser

Till skillnad från företagsspecifika finanskriser, är ekonomisk politik det enda sättet att hantera de typer av stabilitetskriser som beror på allvarliga politiska missgrepp. På statlig nivå måste man först skapa monetär stabilitet för att sedan kunna uppnå finansiell stabilitet. Detta har varit utmaningen för de nya demokratierna i Baltikum, och frågan är om balterna valt de rätta teknikerna för att åstadkomma stabilitet.

De baltiska staternas situation

Kommer Baltikum kunna skapa finansiell stabilitet och Baltikum utvecklas till nya "tigrar", eller begås för närvarande några fundamentala makroekonomiska felgrepp som kan leda till allvarliga politiska och finansiella svårigheter? De nya självständiga baltiska staterna var efter frigörelsen för nu snart tio år sedan tvungna att börja från noll. De hade inga kunskaper om penningpolitik eller om moderna finansiella system. Hur skapar man då stabilitet?

Valet av monetära system

Den första utmaningen var att välja ett monetärt system. Två alternativ fanns: att stanna kvar i rubelzonen under den sovjetryska monetära hegemonin eller att helt enkelt gå ut ur rubelzonen och välja ett annat monetärt system.

Med insikten att varje ny nation bör skaffa sig tre saker för att stärka självkänslan - en nationalsång, en flagga och en monetär myndighet - valde man att gå ut ur rubelzonen och skaffa sig monetär autonomi.

Nästa utmaning var att finna ett så kallat nominellt ankare för den nya valutan. Valet av växelkurssystem blev helt avgörande då det är direkt knutet till valet av monetär myndighet.

Tre alternativ fanns:

1. En helt fast växelkurs med en valutaunion eller en sedelfond - en "currency board"
2. En halvfast växelkurs. (Sverige hade detta system 1973 - 1992)
3. En helt flytande växelkurs med antingen ett inhemskt nominellt mål (fast penningmängdstillväxt eller fast prisnivåstillväxt) eller en slumpmässig eller stokastisk penningpolitik.

Vi har själva i Sverige till ett högt pris lärt oss att alternativ två inte längre är ett gångbart alternativ. Det går inte att hålla halvfasta växelkurser. Erfarenheterna är tydliga från 1992 och 1993 års ERM-debacle och från 1997-1998 års kriser i länderna i Sydostasien. De enda länderna som har klarat sig undan debaclet i Sydostasien är de länder som har en sedelfond - Hongkong och Singapore.

Estland valde 1992, mot "conventional wisdom", att etablera en sedelfond genom att koppla sin valuta till D-marken. Åtta estniska kroons blev en D-mark. Litauen valde 1994 en annan väg. Man inrättade en sedelfond, eller rättare sagt ett sedelfondsarrangemang till dollarn genom koppla sig till SDR. Litauen skapade en mycket självständig centralbank. Lettland valde en koppling till SDR. Även detta bör betecknas mer som ett "arrangemang", snarare än en "ren" sedelfond.

Trots skillnader i systemen och om vilken valuta man skulle knyta sig till, valde de tre länderna att i olika former inrätta en fast växelkurs genom sedelfonder.

Fördelar och nackdelar med sedelfonder

Fördelar

I en sedelfond har den monetära myndigheten, centralbanken eller sedelfonden, minst 100 procents utländska reserver bakom sina utestående skulder. Det innebär att det inte går att spekulera mot sedelfonden då det alltid finns lika mycket i kassan som det finns i utlöppande skulder. Vidare skapas omedelbar trovärdighet för den fasta växelkursen. Estland importerar D-markens trovärdighet och Litauen importerar dollarns trovärdighet. Den kanske viktigaste fördelen med hög trovärdighet är låga räntor och låg inflation. Det är därför lite av en gåta att inflationen i Estland, Lettland och Litauen är så hög

jämfört med Tyskland och USA. Det finns inget tillfredsställande svar på detta, men det kan vara ett övergångsfenomen.

Andra viktiga fördelar är den snabba tillgången till utländskt kapital samt att det inte existerar någon centralbank som kan skapa osäkerhet genom att den bedriver penningpolitik. Självklart kan detta också ses som en nackdel beroende på hur mycket förtroende man hyser för centralbankens förmåga att bedriva god ekonomisk politik. Men med tanke på att de här länderna inte har några finansmarknader av storlek och begränsad kunskap och erfarenhet när det gäller penningpolitik, är det för närvarande snarast en fördel.

Nackdelar

Det finns även nackdelar och den främsta är antagligen att det inom detta system inte finns en "lender of last resort". Vid eventuella kriser finns inte en centralbank som kan träda in för att rädda en bank eller någon annan finansiell institution i knipa.

Sedelfonderna har blivit populära under 1990-talet, främst bland länder som har svårt att på egen hand under kort tid bygga upp ett förtroende för sin valuta, men också i länder med en våldsam inflationshistoria som till exempel Argentina.

Existerande problem i Baltikum

Estland är troligen mest framgångsrikt av samtliga före detta sovjetrepubliker när det gäller att åstadkomma monetär stabilitet. Lettland och Litauen följer hack i häl. Jämför man med Ryssland är skillnaden enorm.

Baltikum har sluppit den volatila och höga inflation som har härskat i Ryssland. Därmed har man också sluppit de gigantiska makroekonomiska problem som är relaterade till den typens monetär instabilitet. Allvarliga problem har dock uppstått inom det finansiella systemet på det mikroekonomiska planet, framförallt inom banksektorn.

Den baltiska bankkrisens natur

Det har tagit 100-tals år att bygga upp en fungerande finanssektor i vårt land. De baltiska staterna försöker nu uppnå samma resultat på en bråkdel av den tiden. Processen är inte smärtfri. Ett av de problem

som Baltikum drabbats av i denna process är en svårartad bankkris. Bankkriser är dock inte ett fenomen som bara förekommer i Östeuropa. Under de senaste 15 åren har ett ansevärt antal bankkriser ägt rum i både i-länder och u-länder.

Det finns ingen entydig förklaring till det internationella mönstret av bankkriser. Det finansiella systemet är mycket komplicerat och för att det skall fungera krävs erfarenhet, en god lagstiftning, goda kunskaper om riskhantering och förtroende - allt detta som har saknats i Baltikum.

Orsakerna bakom den finansiella krisen i Baltikum är många. Nämnas kan bristen på en modern finansiell lagstiftning, bristen på en fungerande bokföringslag och skattelagstiftning, bristen på erfarenhet av riskhantering och riskbedömning, otillräcklig övervakning av banksystemen, otillräcklig diversifiering och kapitalisering, otillräcklig konkurrenslagstiftning, finansiell brottslighet och korruption samt så kallad "insider lending", det vill säga att banker lånar ut till sina ägare. Kort sagt, förutsättningarna för sund bankverksamhet har inte funnits.

Ett annat problem, som nämnts tidigare som en av nackdelarna med sedelfonder, är att det inte finns någon "lender of last resort-funktion". Centralbanker brukar vanligtvis betecknas som en sådan, det vill säga en sorts räddare i nöden. De skall som en sista möjlighet gå in vid likviditetskriser och hjälpa den bank eller det institut som har problem. I Baltikum finns knappast denna funktion. Bankkriser måste därför lösas på annat sätt, oftast genom stöd från statsmakten eller utlandet.

Långsiktiga effekter

Vad kommer problemen med bankväsendet att betyda på lång sikt för den ekonomiska utvecklingen? Antalet banker ökade, kanske inte oväntat, snabbt i samband med att de baltiska länderna blev fria och självständiga stater. När bankproblemen blev kännbara 1993 - 1995 skedde en långsam minskning av antalet banker. Den kommer att fortsätta då problemen runt banksystemen i Baltikum inte är lösta än. Det är kanske i sig inte negativt eftersom frågan är om alla existerande banker egentligen är "livsdugliga".

Bankkrisen bör granskas utifrån de funktioner en bank hade i planekonomin. Under planekonomitiden var en bank inte en "riktig" bank i den betydelse vi menar utan snarare ett utbetalningsorgan. Ingen "banking" och inget risktagande bedrevs. Det organ vi kallar bank var inget mer än en del av kommandosystemet. De banker vi ser idag är uppbyggda på denna grund och därför vanligtvis mycket enkla. Banksystemet i sig är också relativt litet.

När vi talar om bankkriserna i Sverige och Finland kan noteras att de makroekonomiskt sett har varit associerade med enormt höga kostnader: hög arbetslöshet och en negativ BNP-tillväxt under två - tre år i Sverige. Konsekvenserna av bankkriserna i Baltikum har inte varit och kommer antagligen inte att bli lika betydande. Anledningen är att de finansiella systemen som växt fram ur de "planekonomiska" bankerna till att börja med har varit små. Problem med stabiliteten har därför inte särskilt allvarligt bromsat utvecklingen.

Den framtida stabiliteten

För framtiden finns vissa hot mot den monetära och finansiella stabiliteten som bör uppmärksammas. Som nämnts är inte det finansiella systemets tillstånd det bästa. Det är inte möjligt att utesluta framtida kriser. Realistiskt bör man snarare vänta sig nya problem framför allt på mikroekonomisk nivå.

Ju mer den finansiella sektorn utvecklas med större kapitalimport och kunskap som överförs desto större chans är det att utvecklingen blir lyckosam. Det finns en rad positiva tecken, bland annat framväxten av en finansmarknad med börser och värdepappersmarknader utanför banksystemet. Ju bredare marknaden är, desto smidigare kommer den att fungera. I slutändan hänger ändå allt på den politiska utvecklingen. Det är på statlig nivå man måste skapa den positiva makroekonomiska miljö som är förutsättning för en mikroekonomisk finansiell stabilitet. Intresserade bör därför fokusera på vad som sker politiskt i de baltiska länderna.

Politisk kompetens är nyckeln till framgång

Reformprocessen och strukturomvandlingen måste fortsätta för att det skall gå väl för de baltiska staterna. Litauen är ett fall som intresserar många därför att regeringen under 1997 har annonserat ett byte av det monetära systemet. Regeringens tanke är att överföra sedel-

fonden från dollarbas till D-marksbas eller till eurobas. Detta är ett hot mot sedelfonden, mycket därför att det inte finns något modernt exempel på hur en sedelfond kan avvecklas under ordnade former.

Ett annat hot direkt kopplat till ett avskaffande av sedelfonden är en mer expansiv finanspolitik. Sedelfonden är konstruerad att ta makten över penningpolitiken helt och hållet från politiker och istället lägga den i marknadens händer. Det innebär att staten inte kan låna i centralbanken. Finanspolitiken måste "stå på egna ben". Om Litauen tar bort sedelfonden, öppnar man sig därmed för en mer expansiv finanspolitik, det vill säga finansiering via sedelpress.

Sveriges möjligheter att hjälpa till

Vad kan då Sverige göra för att skapa finansiell och monetär stabilitet i Baltikum? Ett sätt är att svenska banker etablerar sig i Baltikum. Mycket skulle vara vunnet genom den kunskapsspridning detta skulle medföra. Det skulle bidra till den finansiella stabiliteten samt hjälpa till att minimera potentiella mikroekonomiska problem. SIDA kan också gå in genom att stödja utbildning i finansiell ekonomi. Ett sådant kunskapsspridande skulle utveckla den finansiella marknaden.

Den bästa hjälpen är dock att integrera de baltiska ekonomierna med de nordiska ekonomierna, vilket innebär att helt öppna vår ekonomi inklusive arbets- och jordbruksmarknaderna för de baltiska staterna.

Även om integrering enligt min mening klart skulle vara den bästa hjälpen är det samtidigt också den svåraste hjälpen. Attityden i Sverige, och även inom EU, är inte särskilt positiv till att integrera. Man bäddar kanske för en europeisk tragedi. De baltiska länderna behöver stöd för att skapa finansiell stabilitet, grunden för en väl fungerande demokrati. Det bästa stödet som vi kan ge är frihandel. Men istället stänger EU för närvarande ute dem från ett frihandelsområde.

Sveriges mål borde därför i de här sammanhangen vara att driva frihandelskravet mycket hårdare. Gör vi det ser framtiden i Baltikum både ljus och mindre volatil ut.



DE BALTISKA TIGRARNA

Utvecklingen i de tre baltiska grannländerna på andra sidan Östersjön – Estland, Lettland och Litauen – har sedan frigörelsen från f d Sovjetunionen nu under 1990-talet på många sätt gått fort i positiv riktning. Även om de tre baltiska länderna hittills endast står för en liten del av Sveriges export och import (några procent), har kontakterna år från år ökat. Vi kommer säkerligen att få se en efterhand allt större ökning av handel och näringslivssamarbeten. Detta är naturligtvis i betydande grad avhängigt på hur våra företag – genom handel, etableringar, samarbeten, produktion, utveckling m m – satsar i de tre länderna. Det baltiska inhemska näringslivets utveckling samt uppbyggnaden av legal och teknisk infrastruktur är också viktiga byggklossar för en sådan ökning. Vi har många anledningar att stimulera detta

Den demokratiska utvecklingen är stabil i alla tre länderna. I Estland och Lettland är integrationen av de många ryssarna också fortfarande en källa till oro på flera plan.

Estland kan sägas ha nått till en fungerande marknadsekonomi, som bl a avspeglas i kandidaturen till EU-medlemskap. Även i Lettland och Litauen har avsevärda framsteg gjorts i transformationen från plan- till marknadsekonomi. BNP-utvecklingen är positiv med en nu årlig tillväxt på cirka 5% i alla tre länderna. BNP/capita relativt till EU-ländernas genomsnitt ligger fortfarande lågt, 20-25%, men är bl a för arbetskraftskostnader en konkurrensfaktor av alltmer ökande betydelse. Inflationen som i början av 90-talet var mycket stor har stabiliserats kring 10%-nivån och kan hanteras.

De baltiska länderna säger sig vilja införa EU:s lagstiftning för den inre marknaden och på alla andra områden också. Inom lagstiftningen har redan mycket gjorts, men det fattas en hel del för att kunna upprätthålla den. Rättssystemet har ju efter Sovjettiden fått byggas upp från grunden. Länderna har också än så länge en alltför liten administration för att tillräckligt kraftfullt kunna klara av de sociala systemen och de nödvändiga strukturförändringarna bl a av tidigare statsägd industri och för jordbruket.

Behovet av investeringar och ökad handel är mycket stort. Svenskt näringsliv sammantaget jämfört med flera andra länder har inte legat först i dessa avseenden under 90-talets första halva. Det finns all anledning att tro att konkurrensen ökar efterhand för både handel och produktion, och vi kommer att konstatera hur andra länder tar för sig liksom hur de inhemska ekonomierna ökar. Det är en klar önskan att utvecklingen i Estland, Lettland och Litauen i en stabil demokratisk form skall gå framåt – kan ländernas ekonomier nå "tiger-nivå" kommer det på många sätt även stimulera svenskt näringsliv, som konkurrenter och partners. När alltför svenska företag betraktar Baltikum som sin nya hemmamarknad för handel och etableringar, kan vi bidra till ett i realiteten gränslöst Östersjöområde med tillväxt också för oss.



SVENSKA ARBETSGIVAREFÖRENINGEN

ISBN 91 7152 828 8