



LUND UNIVERSITY

Lärdomar från den svenska finanskrisen

Jonung, Lars

Published in:
Særtrykk til NOU 2011: 1

2011

Document Version:
Förlagets slutgiltiga version

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

Jonung, L. (2011). Lärdomar från den svenska finanskrisen. I *Særtrykk til NOU 2011: 1: Notater utarbeidet til finanskriseutvalgets arbeid* (s. 102-120)
<https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fin/fma/finanskriseutv/saertrykk-nou-2011-1.pdf>

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

5 Lärdomar från den svenska finanskrisen

Lars Jonung, professor vid Lunds universitet

16. februari 2010

5.1 Inledning

Sedan början av 1990-talet har ett stort antal länder drabbats av djupa finansiella kriser. Kriserna har inträffat i Asien, Amerika och Europa. De har varit av lokal eller regional karaktär fram till dagens kris – «the great recession» – som blivit en global kris av en omfattning som närmast bör jämföras med 1930-talets världsdepression – «the great depression». Kriserna har haft omvälvande effekter på samhällsekonomin: den ekonomiska tillväxten och sysselsättningen har fallit kraftigt, arbetslösheten har stigit och statsfinanserna har urholkats. Politiska och sociala spänningar har följt i krisernas spår.

Eftersom kriserna har varit av en så dramatisk natur, har de avsatt en växande litteratur kring temat «lärdomar från krisen»: hur kriser bör förhindras och hur de bör bekämpas när de brutit ut. Denna rapport ingår i litteraturen om «lesson-learning» från finanskriser. Syftet med rapporten är att sammanfatta lärdomarna från den svenska finansiella krisen i början av 1990-talet och peka på vilka lärdomar som är relevanta för dagens globala finanskris.

Sverige är inte unikt när det gäller den process som skapade och drev krisen. Samma mönster av boom och bust som utvecklades i Sverige under perioden 1985-95 återkommer i alla länder som har drabbats av finansiella kriser, inte minst i Sveriges grannländer Finland och Norge som ungefär samtidigt som Sverige upplevde en finansiell kris.

Sverige är däremot unikt genom den öppenhet som präglar den offentliga debatten. Beslutsfattare i central ställning före, under och efter krisen har lämnat vittnesmål i memoarer, artiklar och intervjuer i media. Forskare har haft tillgång till beslutsunderlag. Ekonomer har analyserat krisen i ett flertal bidrag. Detta omfattande material ligger till grund för de lärdomar som dras här rörande den svenska finanskrisen.

Rapporten är disponerad på följande vis. Först sammanfattas den process som utmynnade i finanskrisen 1991-93. Denna beskrivning utgör bakgrunden för de lärdomar som dras i det följande avsnittet. Därefter diskuteras vilka lärdomar från 1990-talskrisen som är giltiga för dagens bankkris. I det avslutande avsnittet knyts resultaten samman. Tonvikten i rapporten ligger på redogörelsen för lärdomarna från 1990-talet. Det är svårare att uttala sig om lärdomarna för dagens globala finanskris eftersom vi fortfarande står mitt upp i den. Det är först när krisen är över som vi med större säkerhet kan uttala oss om vilken politik – och därmed vilka lärdomar – som är mest relevanta.

Här bör noteras att det finns en omfattande debatt om vilka lärdomar från 1930-talets världsdepression som bör vara vägledande för den ekonomiska politiken under

dagens finanskris - utan att den nationalekonomiska professionen har kommit fram till en gemensam ståndpunkt. Debatten om de relevanta lärdomarna från kriser bör ses som en process med ständiga revisioner av gängse uppfattningar.

5.2 Den svenska finanskrisens anatomi 1985-95¹

Finanskrisen måste ses mot bakgrund av de regleringar av den svenska kreditmarknaden som utvecklades efter det andra världskriget. Valutaregleringen, som infördes 1939, avskärmade Sverige från omvärlden på det finansiella planet. Bakom denna externa reglering kunde ett system av interna kreditmarknadsregleringar byggas upp, främst under 1950-talet. Med stöd av valutaregleringen fick Riksbanken – trots den fasta växelkursen för kronan – möjlighet att bedriva kontracyklisk penningpolitik. Medlen bestod av ett väl utvecklat system av regleringar av såväl formell som informell karaktär. Här bestämde Riksbanken priset, det vill säga räntan, samt fördelningen av och storleken på kreditströmmarna i den svenska ekonomin. Penningpolitiken subventionerade de sektorer och företag som prioriterades av de politiskt ansvariga genom låga räntor och god tillgång på kapital.

Finansiell verksamhet i form av ut- och inlåning var i det närmaste helt riskfri för bankerna. Den privata sektorn befann sig i ett permanent tillstånd av likviditetsransonering. Hushåll och företag eftersträvade all kredit de kunde få eftersom räntan hölls låg och skattesystemet tillät generösa avdrag för räntekostnaden. Det var lönsamt att låna när man fick lån. Bankerna fungerade som halvofficiella institutioner i det regleringssystem som gällde för kreditmarknaden.

1990-talets finanskris har sina rötter i den finansiella avregleringen som började i mitten av 1980-talet. Avregleringen utlöste nämligen en dynamik som först gav en kraftig uppgång i den ekonomiska aktiviteten, en boom, och sedan en kraftig nedgång, en bust, som utmynnade i stagnation och hög arbetslöshet. Detta mönster är gemensamt för de många finanskriser som inträffat under de senaste tjugo åren.

Hur kunde svensk ekonomi hamna i en så djup kris som 1990-talet? Varför var ansvariga politiker med lång erfarenhet av ekonomisk politik, oförmögna att först bromsa överhettningen och sedan stoppa nedgången? Svaren på frågorna följer här.

Uppgången 1985-89

Strax efter valet 1985 tog riksbanksfullmäktige bort den kvantitativa regleringen av affärsbankernas utlåning. Detta steg, den s.k. novemberrevolutionen, la grunden för den makroekonomiska utvecklingen under de följande 10 åren. Novemberrevolutionen blev en viktig vändpunkt i svensk ekonomisk politik. Denna förståelse fanns inte då beslutet togs. Då uppfattades det som en teknisk justering utan några större förväntade realekonomiska verkningar. Den makroekonomiska utvecklingen efter 1985 gör dock avregleringsbeslutet i november 1985 till början på marschen mot 90-talskrisen.

¹ Detta avsnitt bygger på främst de olika bidragen i Jonung, Kiander och Vartia (2009). Se också Englund (1999).

Före beslutet i november 1985 var företag och hushåll begränsade i sitt portföljval av de omfattande kreditmarknadsregleringar vilka hade införts i början av 1950-talet. Syftet med regleringssystemet var att slå vakt om den s.k. lågräntepolitiken – en politik som hade som mål att hålla räntan under det läge som skulle ha uppstått utan regleringssystemet.

Avregleringen påverkade incitamentsstrukturen för såväl låntagare som långivare. När avregleringen genomfördes fanns starka incitament för företag och hushåll att öka sin upplåning vid rådande ränteläge. Avregleringen förändrade också situationen för bankerna, de stora långivarna. De mötte en mer aggressiv konkurrens om marknadsandelar än tidigare. De valde att expandera kreditgivningen efter novemberrevolutionen. Kunskaperna om risker och gott finansiellt beteende var dock bristfälliga hos både långivare och låntagare i den nya finansiella värld som följde med avregleringsbeslutet 1985.

Följden blev att bankernas utlåning steg kraftigt under åren 1986–88. Den kanaliserades via tillgångsmarknaderna, dvs. via marknaderna för fastigheter och aktier. Den privata sektorn använde det växande värdet på sina reall tillgångar som säkerhet för ytterligare belåning. Följden blev att priserna på aktier och fastigheter ökade långt mer än konsumentpriserna.

Processen underlättades av en hög inflationstakt under dessa år. Den kulminerade 1990. Inflationsförväntningarna steg med inflationen. Realräntan, beräknad som räntan efter skatt och inflation, befann sig på en nivå under noll procent för många placerare. Kombinationen av hög inflation, höga inflationsförväntningar och avdragsmöjligheten i det rådande skattesystemet resulterade i negativa realräntor. Slutresultatet blev en finansiell bubbla i svensk ekonomi byggd på en enorm överskuldssättning inom den privata sektorn och en motsvarande överutlåning inom det finansiella systemet.

Utvecklingen inom det finansiella systemet påverkade den reala ekonomin. Under den mest intensiva boomperioden blev det privata sparandet negativt när hushållen konsumerade mer än sin disponibla inkomst. Arbetsmarknaden utmärktes av stark efterfrågan inom den slutna sektorn, i synnerhet inom byggsektorn, där en betydande löneglidning uppstod. Nybyggnationen gynnades av prisuppgången på bostäder. Den subventionerades också starkt genom bostadspolitiken, som hade en procyklisk inriktning under denna fas. Konsumtionstillväxten medförde växande skatteintäkter och ett mindre överskott i budgeten under några år i slutet av 1980-talet.

Den inhemska expansionen trängde ut den konkurrensutsatta sektorn; exporten utvecklades negativt. Bytesbalansen försämrades i slutet av 1980-talet. Sverige gled in i en kostnadskris, som maskerades av den inhemska expansionen.

Uppgången nådde en topp under 1989–90 då svensk ekonomi var klart överhettad. Överhettningen, som blivit den gängse beskrivningen av det svenska konjunkturläget i slutet av 1980-talet, yttrade sig jämfört med omvärlden i en snabbare inhemsk inflation, i en lägre inhemsk arbetslöshet och lägre ekonomisk tillväxt samt i en försämring av svensk konkurrenskraft. Inflationen i Sverige försvagade trovärdigheten för kronans fasta växelkurs och bidrog till bestående förväntningar om ny devalvering av kronan.

Den nya incitamentsstrukturen för låntagarna och långivarna efter avregleringen var grunden för en kraftig kreditpolitisk impuls. Denna expansiva impuls neutraliserades inte med motverkande ekonomisk-politiska åtgärder förrän kring 1989–91. Svensk ekonomi hamnade därför i ett finansiellt "drivhus". Bristen på en kontra-cyklisk stabiliseringspolitik i kombination med avregleringen blev därmed den främsta förklaringen till överhettningen, kostnadskrisen och de finansiella obalanserna i form av överskuldsättning och överutlåning under den senare hälften av 1980-talet.²

Efter riksdagsvalet 1988 gjordes finanspolitiken stramare. I juni 1989 infördes ett tvångssparande för privatpersoner och företag. I februari 1990 föreslog den socialdemokratiska regeringen ett "stoppaket" med två års frysning av löner, priser och utdelningar samt skärpt lagstiftning mot strejker. Förslaget utlöste en regeringskris. Finansministern Kjell-Olof Feldt lämnade regeringen. Den nye finansministern tog över en ekonomi som visade allt starkare tecken på att glida in i en djup kris.

I oktober 1990 presenterades ett nytt åtstramningspaket i samband med en spekulationsvåg mot den fasta kronkursen. Samtidigt meddelade regeringen att Sverige skulle ansöka om medlemskap i EU. I maj 1991 sökte Riksbanken stärka trovärdigheten för kronkursen genom att överge valutakorgen och binda kronan ensidigt till ecun. Efter valförlust i september 1991 tog en borgerlig regering under Carl Bildt över en ekonomi som var på väg neråt.

Nedgången 1990–93

Nedgången utlöstes av flera samverkande kontraktiva impulser. Den främsta drivkraften bakom krisen var den kraftiga och oväntade uppgången i realräntan, dvs. räntan beräknad efter skatt och inflation. Denna hade sina rötter i en kombination av faktorer, såväl inhemska som internationella. Den svenska inflationstakten minskade kraftigt efter ett toppläge kring 10 procent år 1990. Inflationsförväntningarna, som följde den faktiska inflationen med en mindre tidseftersläpning, började gå ned kring 1991. "Århundradets skattereform", vilken genomfördes 1990–91, försämrade villkoren för lånefinansierade investeringar samtidigt som den gynnade sparandet. Den framväxande lågkonjunkturen minskade investeringsverksamheten och dämpade den optimism som utmärkt överhettningen.

Den tyska återföreningen pressade upp det europeiska ränteläget. Kronan utsattes för en rad spekulativa attacker, vilka återspeglade ett minskat förtroende för växelkurspolitiken. Riksbanken tvingades värna om den allt mindre trovärdiga fasta kronkursen genom en högre räntenivå i Sverige än i omvärlden.³

² Enligt detta perspektiv vilar ansvaret för överskuldsättningen och övriga finansiella obalanser i första hand på de ansvariga för den ekonomiska politiken – inte på enskilda individer eller företag verksamma inom det finansiella systemet. Det var nämligen Riksbanken och regeringen som bestämde den incitamentsstruktur som styrde den privata sektorns beteende.

³ Storleken på realräntechocken för den privata sektorn kan beräknas på olika vis beroende på bl.a. valet av tidsperiod, definitionen på realräntan (ex ante eller ex post) och valet av skattesubjekt. Söderström (1996, s. 176) sifferställer realräntechocken som en uppgång från – 3 procent till + 8 procent, dvs en total ökning på 11 procentenheter. Andra bedömningar hamnar kring liknande nivåer.

När realräntan steg, sjönk värdet på fastigheter och annat realkapital. Tillgångsvärdena hamnade i en nedåtgående spiral som reducerade och i många fall raderade ut förmögenheter eftersom dessa finansierats genom lån vars nominella värde förblev oförändrat. Nedgången blev självförstärkande genom förväntningar om fortsatt prisfall på tillgångar.

Den snabba uppgången i realräntan underminerade det finansiella systemet. Realräntechocken skapade därmed en kris för det finansiella systemet, inte minst för bankerna. Söderström (1996, s. 174–79) uppskattar att reelltillgångarna i Sverige sjönk i värde från 3 500 till 2 500 miljarder kronor, dvs. med knappt 30 procent, vilket han antar motsvarar en nedgång i egenkapitalet med motsvarande belopp. Han utgår ifrån att den privata sektorn sökte motverka denna nedgång genom att öka sitt finansiella sparande, dvs. amortera ned sina lån och därmed bygga upp egenkapitalet igen.

Denna skuldsanering eller portföljanpassning, i syfte att förstärka det egna kapitalet och därmed återställa portföljbalans, åstadkom hushållen genom att öka sitt sparande och minska sin konsumtion, i första hand av varaktiga konsumtionsvaror. Hushållens sparkvot ökade från en negativ nivå i slutet av 1980-talet till kring 8 procent 1993. Denna omsvängning i det privata sparandet var ett markant inslag i krisförloppet.

Nu avslöjades att de många åren med reglerade låga räntor före avregleringen hade utvecklats till en period med överinvesteringar, dvs. med investeringar som vid ett "normalt" ränteläge aldrig skulle ha genomförts. Uppgången i realräntan ledde till att svensk ekonomi kom att stå med en för stor kapitalutrustning, främst i form av bostadskapital, i början av 1990-talet. Omvärderingen av fastighetskapitalet 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 3–4 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 under denna process: från en topp på 10 procent år 1990 till under två procent i mitten av 1990-talet. Index för tillgångspriser visade på en avsevärd deflation, dvs. ett faktiskt prisfall.

Bytesbalansens försvagning som hade inletts under den senare delen av 1980-talet fortgick under krisen. Den kulminerade med ett underskott på 3,5 procent av BNP under 1992. Denna utveckling återspeglade den kostnadskris som drabbade svensk exportindustri som en följd av överhettningen i slutet av 1980-talet.

Som följd av nedgången i den ekonomiska aktiviteten, den stigande arbetslösheten och det statliga stödet till den finansiella sektorn ökade budgetunderskottet lavinartat. Statsskulden, sett i relation till BNP, nådde sin högsta nivå under efterkrigstiden under 90-talskrisen – klart större än under OPEC II-krisen. Statsskuldens expansion var mer eller mindre automatisk, en återspeglning av det ekonomiska läget i den privata sektorn, och inte ett resultat av diskretionära beslut.

Den inhemska utvecklingen med växande finanskris, produktionsbortfall och arbetslöshet undergrävde trovärdigheten för den fasta växelkursen. Stabiliseringspolitiken hamnade i en rävsax där hänsyn till externa förhållanden, dvs. till kronans växelkurs, krävde stram politik medan hänsyn till inhemska förhållanden, dvs. till finanskrisen, fordrade en expansiv politik. 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 försvara den fasta växelkursen med kraftigt höjda räntor. Marginalräntan hamnade under en kort tid på 500 procent. Regeringen och oppositionen 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. Kronförsvaret bröt samman i november 1992 vid en massiv spekulationsattack. Kronan fick en rörlig kurs den 19 november 1992. Detta steg innebar en rejäl depreciering av den svenska valutan.

Återhämtningen

Den akuta nedgången hävdades genom kronans depreciering i november 1992. Svensk ekonomi vände uppåt under 1993. Som fallet hade varit efter devalveringarna under 1970- och 1980-talet ökade exporten och produktionen. Exportuppgången blev under resten av 1990-talet motorn i svensk ekonomi. Exporten som andel av BNP ökade från en nivå strax under 30 procent 1992 till en nivå över 50 procent – den mest slående exportökning i Sveriges ekonomiska historia. Den främsta drivkraften bakom uppgången var deprecieringen av kronan efter beslutet att låta den svenska valutan flyta på hösten 1992. Den konkurrensfördel som vanns genom deprecieringen visade sig förvånansvärt långvarig.

Penningpolitiken blev klart expansiv genom övergången till flytande växelkurs. Riksbanken annonserade ett inflationsmål på två procent i januari 1993 att gälla från och med 1995. Återhämtningen underlättades av nedgången i de korta och långa räntorna. Nedgången motverkade effektivt de tendenser till skulddeflation som uppkom under krisen. Konjunkturuppsvinget i Europa och USA gynnade också återhämtningen.

Samtliga affärsbanker träffades hårt av krisen. Regeringen såg sig tvingade att ingripa med ett omfattande stöd till bankerna i syfte att garantera deras överlevnad. En bankstödsnämnd inrättades. Två banker, Nordbanken och Gotabanken, blev helägda av staten.

De stora budgetunderskotten kvarstod under 1993-94 men kunde sedan pressas ned av en finanspolitik, som var inriktad på att skapa budgetbalans. Den omfattande och bestående arbetslösheten bidrog till att återhämtningen ägde rum utan större nominella löneyft. Arbetslösheten sjönk långsamt under senare hälften av 1990-talet. Sysselsättningen kom dock inte tillbaka till den höga nivå som registrerades kort före krisens utbrott.

5.3 Lärdomar från den svenska 1990-talskrisen

Redogörelsen ovan av boom-bust-förloppet använder vi här för att destillera fram de viktigaste i lärdomarna från den svenska krisen. Vi kommer fram till en lista på 12 punkter. Det är naturligtvis svårt att inbördes rangordna lärdomarna. De är dessutom nära kopplade till varandra. De utgör alla aspekter på den främsta lärdomen av krisen, nämligen faran med bristande kunskaper om de finansiella marknadernas dynamik, dvs. kunskap om de risker som en obalanserad finansiell utveckling kan skapa.

Som påpekades inledningsvis finns en omfattande litteratur om lärdomar från finanskriser. Den är något vildvuxen. Ett skäl till detta är att det inte finns någon allmänt accepterad teori för finansiella kriser som kan utgöra referensramen för att härleda lärdomar. Den följande beskrivningen är i hög grad en subjektiv bedömning. Det är ju upp till varje bedömare att komma fram till vad som är de relevanta lärdomarna från en kris.

Lärdomarna diskuteras här under tre rubriker: (1) lärdomar för att förebygga en finansiell kris, (2) lärdomar för att hantera en finansiell kris och (3) lärdomar rörande finansiell integration.⁴

Lärdomar för att förebygga en finansiell kris

Lärdom nr. 1. Risken med finansiell okunnighet

Det fanns föga insikt om riskerna med finansiell avreglering hos ansvariga beslutsfattare när liberaliseringen påbörjades. Kännedomen var dålig om de förmögenhets-effekter som kan skapas vid stora förändringar i realräntan. De överraskades därför av krisens djup och karaktär. Hade ansvariga politiker haft bättre kunskap om de finansiella marknadernas sätt att fungera, så hade krisen kunnat motverkas. Detta är troligen den viktigaste lärdomen av krisen.

Hur kom det sig att okunnigheten om boom-bust-förloppet var så stor och så allmän? Svaret är enkelt: den långa perioden med regleringssystemet *före* avregleringen gjorde att ingen hade erfarenhet av hur finansiella marknader fungerar *under och efter* liberaliseringen. Sverige gick in i en finansiell istid när de finansiella marknaderna sattes ur spel genom de regleringar som infördes under och strax efter andra världskriget. Det saknades därför kunskap om finansiella marknaders funktionssätt och om risker med snabb kreditexpansion och våldsamt risktagande. Få förstod vilka krafter som släpptes fria när finansmarknaderna liberaliserades.

Okunnighet om de finansiella faktorernas roll fanns hos alla grupper: hos den högsta politiska ledningen, hos prognosmakare i offentlig och privat tjänst, hos affärsbankerna, hos den finansiella tillsynsmyndigheten, hos ekonomkåren, hos media och hos allmänheten. Många har vittnat om de bristande insikterna *efter* krisen.

Den politiska ledningens syn på den ekonomiska politiken kan spåras i memoarer skrivna av bland andra Kjell-Olof Feldt, finansminister under åren 1982-1989. Känd är hans redogörelse av det ursprungliga beslutet om avregleringen. När Feldt

⁴ De följande avsnitten bygger främst på Jonung (2008) och kapitel 10 i Jonung, Kiander och Vartia (2009).

som finansministern söker upp statsministern Olof Palme för att diskutera Riksbankens kommande beslut att avreglera, inser Feldt att detta steg är en milstolpe:

«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.» (Feldt, (1991, s. 260)).

Finansministern får svårt att få statsministerns uppmärksamhet. Olof Palmes har annat i sina tankar men han svarar till slut: «Gör som ni vill. Jag begriper ändå ingenting.» Därmed får Riksbanken grönt ljus för att avskaffa utlåningstaket och påskynda avregleringsprocessen.

Feldt insåg inte heller farorna med den finansiella avregleringen. Han har formulerat sin självkritik på följande vis:

«Den berättigade kritiken mot den svenska kreditmarknadens avreglering är därför att den inte åtföljdes av en tillräckligt stram finans- och penningpolitik som dämpade både likviditeten och inflationsförväntningarna. Jag har i en annan bok ("Alla dessa dagar", 1991) beskrivit de hinder som låg i vägen för en finanspolitisk åtstramning åren 1986–87 och har inga ytterligare ursäkter att anföra för egen del.» (Feldt, (1994, s. 51)).

Vidare anser Feldt (1994, s. 52) att valutaregleringen borde ha avvecklats parallellt med de inhemska regleringarna av kreditmarknaden. Nu väntade regeringen och Riksbanken med denna åtgärd till 1989. Feldt vill också lägga en del av skuldbördan på Riksbanken. Riksbanken borde redan 1986 ha höjt räntan rejält. Då hade kanske finanskrisen kunnat begränsas:

«Så här i efterhand kan man naturligtvis fråga sig om inte en del av boomen på fastighetsmarknaden och den efterföljande kraschlandningen för fastighetsvärdena – som blev huvudorsaken till bankkrisen – kunnat undvikas om riksbanken, säg våren 1986, utsatt kreditmarknaden för en räntechock av samma slag, fast inte i samma skala, som den man använde hösten 1992 för att söka förhindra kronans fall. Men om denna underlåtenhet gäller väl samma omdöme som om så mycket annat som inte gjordes under 80-talets andra hälft – insikten om lägets allvar nådde inte tillräcklig spridning förrän det var för sent och katastrofen ett faktum.» (Feldt (1994, s. 51–52)).

Bengt Dennis, riksbankschef 1982-94, delar inte Feldts uppfattning. Han anser att det problemet var den svaga finanspolitiken, dvs. felet låg inte hos penningpolitiken utan hos finanspolitiken:

«Men vad Feldt missar är att kreditavregleringen förutsatte att finanspolitiken hölls tillräckligt stram och att ingen inflation släpptes loss. ... I det läge som landet befann sig kunde endast finanspolitiken rida spärr mot utvecklingen. Men någon finanspolitisk åtstramning kom inte till stånd.» (Dennis (1998, s. 208–09)).

Ingvar Carlson, statsminister 1986-91 och ytterst ansvarig för regeringens ekonomiska politik, har ett annat perspektiv i sina memoarer. Han är missnöjd med både Feldt och Dennis. De borde i god tid ha gett honom information om riskerna med avregleringen:

«Riksbankschefen och finansministern var inte överens om vem som hade ansvaret i den uppkomna situationen. Kjell-Olof Feldt ansåg att Bengt Dennis lovat att hålla bankerna i 'Herrans tukt och förmaning.'

Bengt Dennis påstår att finansdepartementet lovat att möta kreditexpansionen med en stramare finanspolitik. ... Den ouppklarade ansvarsfrågan mellan riksbankschefen och finansministern ledde till att regeringen inte blev informerad om att finanspolitiken ålagts en ny och oberäknelig uppgift.» (Carlson (2003, s. 309)).

Hade Ingvar Carlson förstått vad avregleringen innebar så hade han rekommenderat en rörlig växelkurs för kronan:

«I efterhand står det klart vad läget egentligen krävde. ... Jag anser att den fasta växelkursen borde ha släppts och följts av en kraftig räntehöjning.» (Carlson (2003, s. 314)).

Carlson förespråkar i sina memoarer en radikal omläggning av växelkurspolitiken, nämligen övergång från en fast till rörlig växelkurs för kronan. Sådana tankar fanns dock inte inom regeringen under hans tid som statsminister 1986-91. Övergången till en rörlig kurs kom först under valutakrisen i november 1992 då den tvingades fram av spekulatörens mot den fasta kronkursen.

Som framgår av deras memoarer var statsministern, finansministern och chefen för Riksbanken inte medvetna om riskerna med den finansiella avregleringen. Till deras försvar bör sägas att de inte fick tillräckligt starka signaler om de problem som byggdes upp i den finansiella sektorn. Konjunkturinstitutet, den statliga myndighet, som hade ansvar för prognoser, gav ingen varning för förloppet. Institutets prognoser missade systematiskt den faktiska utvecklingen i Sveriges ekonomi under dessa år. Institutets modeller var inte i stånd att fånga de processer som styrde boom-bust-mönstret. Skälet var att modellerna saknade en realistisk representation av en öppen finansiell sektor. Modellerna byggde nämligen på skattningar från den gamla regimen av kreditmarknadsregleringar. Samma gällde för nästan alla privata prognoser under denna tid.

Ledningen för affärsbankerna var också okunnig om de processer som utlöstes av avregleringen. Bankerna gav sig in i en hård konkurrens om marknadsandelar. De förstod inte vilka risker de tog på sig genom den snabba utlåningstillväxten. Skälet var att de enbart såg tillbaka på den långa tid av kreditmarknadsregleringar då finansiella risker var praktiskt taget obefintliga. De förstod inte att riskerna ökade markant i ett öppet finansiellt system. De uppträdde som om spelreglerna för den gamla regimen fortfarande gällde. Därför satsade de så hårt att vinna marknadsandelar utan att ta hänsyn till att kreditmiljön blivit mer riskfylld.

Samma gällde för företag och hushåll. De hade under decennier anpassat sig till det reglerade systemet. I deras föreställningsvärld fanns inte finansiella kriser där bankernas överlevnad var ifrågasatt. Låntagare bland hushåll och företag såg inte farorna med att ta på sig hög skuldbörda eftersom de saknade erfarenhet av spelreglerna på en friare och öppnare finansmarknad. Många tog dessutom lån i utländsk valuta i tron att en lägre utländsk räntesats var gynnsam – utan att ha insikten att den svenska växelkursen kunde ändras i framtiden och då öka den reala lånebördan vid en eventuell devalvering.

Den myndighet som var ansvarig för den finansiella tillsynen, Bankinspektionen, var oförmögen att inse farorna med boom-bust-förloppet. Även här saknades kunskap om riskerna med obalanser i det finansiella systemet. Den finansiella

översynen var formalistisk. Den såg på säkerheternas karaktär. Dessa framstod som goda eftersom tillgångspriserna var stigande.

Kåren av nationalekonomer i Sverige var inte i stånd att i god tid varna för boom-bust-förloppet. Svenska makroekonomer var som regel fast i ett keynesianskt inspirerat tänkande som inte gav utrymme för de förmögenhetseffekter som drev svensk ekonomi under boom-bust-åren. Ekonomerna var som regel positiva till den finansiella avregleringen – de såg den som ett inslag i en tillväxtorienterad strategi. De förstod knappast riskerna med de växande finansiella obalanserna. Visst fanns det röster som varnade – men de hördes inte i den allmänna debatten.

Lärdomen från denna genomgång är rättfram. För att undvika finansiella kriser i framtiden, är det önskvärt med goda kunskaper om finansiella marknaders funktions-sätt hos beslutsfattare, banker, media och allmänheten. Finansiell allmänbildning kan dämpa riskerna för nya finansiella obalanser.

Lärdom nr. 2. Risken med tillbakablickande politiker

Det fanns en stor uppslutning bakom fastkurspolitiken för kronan – ända fram till kronans fall på hösten 1992. Av detta skäl försvarades den fasta kronkursen med stor beslutsamhet. Beslutsamheten kan spåras till den tolkning som gjordes av Sveriges stabiliseringspolitiska erfarenheter. Ekonomer och politiker uppfattade devalverings- och ackommodationspolitiken under 1970- och 1980-talet som misslyckad. Sverige hade devalverat ett flertal gånger men devalveringarna hade bara haft gynnsamma effekter under en kort tid.

Devalveringsvägen borde därför vara stängd. Kronkursen skulle ligga fast - oberoende av vad som hände i övrigt. Den fast kronkursen skulle fungera som ett nominellt ankare som skulle ge den ekonomiska politiken en långsiktig inriktning på låg och trovärdig inflationstakt samt på god ekonomisk tillväxt. Riksbanken och regeringen skulle binda sig vid masten och inte falla för den kortsiktiga frestelsen att devalvera när Sverige mötte problem med den inhemska pris- och lönebildningen. Så kan den dominerande stabiliseringspolitiska synen efter OPEC I- och OPEC II-kriserna sammanfattas.

Genom att binda sig hårt vid en fast kronkurs så fick ansvariga politiker svårt att se att den finansiella avregleringen undergrävde förutsättningarna för fastkurspolitiken. Penning- och finanspolitiken efter devalveringen 1982 var alltför expansiv. Med växande finansiell integration över gränserna blev det allt svårare att behålla en fast kronkurs samtidigt som de interna obalanserna förstärktes. Riksbanken tvingades till slut överge den fasta kronkursen och acceptera en flytande växelkurs 1992.

Lärdomen är att de ansvariga för den ekonomiska politiken bör undvika att enbart se tillbaka på den senast inträffade ekonomiska krisen och utforma politiken med denna som grund. Det är önskvärt med en bredare ansats där information för de ekonomisk-politiska besluten hämtas från andra kriser än den tidsmässigt mest närliggande samt från utländska erfarenheter.

Lärdom nr. 3. Risken med en procyklisk penningpolitik under boom-bust

En central lärdom gällde växelkurspolitiken. 1990-talskrisen visade att en fast men justerbar växelkurs för kronan är svår att upprätthålla i en värld med fria kapitalrörelser över gränserna. Den dåvarande riksbankschefen, Bengt Dennis (1998, s. 154) formulerade denna insikt på följande vis:

«Vad som inträffade blev en väckarklocka för vad som krävs i fråga om ekonomisk politik vid fast växelkurs i den avreglerade kapitalmarknad som nu råder. Och inte ens den bästa ekonomiska politik kan med säkerhet garantera att landets valuta inte utsätts för attack i ett fastkurssystem. Fasta växelkurser känns för Sveriges del som ett mindre naturligt val efter händelserna 1992 och den svåra fortsättningen under 1993.»

Citatet belyser hur Sverige konfronterades med det så kallade makroekonomiska trilemmat: svårigheten att kombinera en fast men justerbar växelkurs med en självständig inhemsk stabiliseringspolitik i en värld med internationell kapitalrörlighet.

Den fasta kronkursen bidrog till en starkt procyklisk penningpolitik. Under uppgången 1985-89 kunde Riksbanken inte motverka låneexpansionen genom att höja räntan. En räntehöjning hade nämligen medfört – vid den fasta växelkursen – ett kapitalflöde som ytterligare skulle ha drivit upp den inhemska efterfrågan. Under nedgången höjde Riksbanken den svenska räntenivån som ett led i försvaret av den fasta kronkursen. Penningpolitiken blev således destabiliserande över boom-bust-cykeln: den var för expansiv under uppgången och för kontraktiv under nedgången. Slutligen tvingades Riksbanken överge den fasta växelkursen.

Lärdomen från krisen är att Sverige bör antingen ha en helt rörlig växelkurs eller en helt fast växelkurs genom medlemskap i den europeiska valutaunionen. Att återgå till en fast men justerbar växelkurs för kronan är inte längre ett relevant alternativ.

Lärdom nr. 4. Risken med en procyklisk finanspolitik under boom-bust

Även finanspolitiken uppvisade ett procykliskt mönster över boom-bust-perioden. Under expansionsfasen steg skatteintäkterna automatiskt som följd av den ökade aktiviteten i svensk ekonomi. Statsbudgeten uppvisade ett överskott tack vare de automatiska stabilisatorerna. Överskottet tolkades som att politiken var stram. Denna syn var emellertid missvisande. Det hade krävts en betydligt stramare finanspolitik för att motverka den intensiva högkonjunkturen i slutet av 1980-talet. Finanspolitiken var således för expansiv.

Under konjunkturbedgången växte budgetunderskottet raskt genom de automatiska stabilisatorernas verkan. Det stigande budgetunderskottet blev omedelbart en källa till oro, vilket tvingade fram finanspolitisk åtstramning under konjunkturbedgången. Även här fungerade finanspolitiken procykliskt.

Det finns ingen exakt metod för att beräkna vilket budgetunderskott som hade varit det lämpliga över den svenska boom-bust-episoden. Det förefaller dock vara en rimlig slutsats att finanspolitik var för expansiv under uppgången och för restriktiv

under nedgången. Lärdomen för framtiden är att finanspolitiken bör ges en klart kontryckisk profil.

Lärdom nr. 5. Risken med en procyklisk sekvens av reformer under boom-bust

De svenska erfarenheterna pekar på vikten av att välja rätt sekvens av reformer. Den finansiella avregleringen genomfördes först internt 1985 – samtidigt som den externa regleringen, dvs. valutareglerna behölls. Den interna avregleringen bidrog till ett starkt kapitalflöde till Sverige. Kapital kunde importeras men inte exporteras. Inflödet gav stöd till låneexpansionen och uppgången i tillgångspriserna under boom-åren.

Först 1989 – på toppen av boomen – avskaffades valutareglerna - den externa regleringen. Med detta steg kunde kapital flöda ut ur landet. Svenska hushåll och företag svarade omedelbart med att placera utomlands. Riksbanken började samtidigt höja den svenska räntenivån för att begränsa kapitalutflödet och försvara kronkursen. Här kom åtgärderna i en tidsföljd som bidrog till ett procykliskt mönster. En annan ordning hade kunnat motverka boom-bust förloppet.

Samma argument kan framföras rörande tidpunkten för avregleringen och tidpunkten för den rörliga kronkursen. Hade avregleringen 1985 kombinerats med en rörlig växelkurs eller en apprecierad växelkurs hade låneexpansionen kunnat dämpas. Nu blev kronkursen rörlig först 1992 – långt efter avregleringsbesluten 1985 och 1989.

En omfattande reform av det svenska skattesystemet genomfördes kring 1990. Reformen medförde att hushållens avdragsmöjligheter för låneräntor begränsades kraftigt. I ett slag steg räntan efter skatt kraftigt. Detta inträffade under konjunktur-nedgången – och förstärkte därmed fallet i den ekonomiska aktiviteten.

Lärdomen är att de ansvariga för den ekonomiska politiken bör kartlägga de stabiliseringspolitiska konsekvenserna av åtgärder som genomförs för att påverka strukturen och spelreglerna i samhällsekonomin. En reform med syftet att förbättra allokeringen eller öka tillväxten kan nämligen påverka den makroekonomiska stabiliteten på ett icke-önskvärt sätt.

Lärdom nr. 6. Risken med en mikroorienterad finansiell översyn

Den statliga Bankinspektionen var tillsynsmyndigheten för bankerna fram till 1991 då den övergick till Finansinspektionen när den slogs samman med Försäkringsinspektionen. Den finansiella översynen under boom-bust åren byggde på en traditionell form av granskning av varje banks verksamhet, dvs. av dess säkerheter bakom utlåningen. Inte vid något tillfälle varnade Bankinspektionen för den kommande finanskrisen eller vidtog någon åtgärd för att stoppa utlåningsexpansionen.

De starka krafter som släpptes fria genom den finansiella avregleringen upptäcktes inte av Bankinspektionen. Bankinspektionens tjänstemän förstod inte vad som föresiggick. Det fanns snarast ett procykliskt inslag i regleringsverksamheten. Uppgången motverkades inte men under finanskrisen skärptes regelverket – när i själva verket åtstramning riskerade att förvärra krisen.

Lärdomen är att konventionell mikroorienterad finansiell tillsyn är otillräcklig för att hindra den typ av finansiella obalanser som uppkom i Sverige i slutet av 1980-

talet. För att minimera risken för en upprepning bör den finansiella översynen vara kompletterad med en makroorienterad ansats där tillsynsmyndigheten granskar hot mot hela det finansiella systemets stabilitet. En sådan makrofinansiell eller makroprudentiell ansats måste vara fokuserad på de storheter som är centrala vid uppkomsten av ett boom-bust-förlopp. Här bör uppmärksamheten fästas på bland annat tillväxten i kreditvolymen i förhållande till den trendmässiga tillväxten i real BNP, på realräntans nivå och förändring samt på utvecklingen av tillgångspriserna.

Även om alla de lärdomar som sammanfattas här ovan accepteras, utgör detta ingen garanti för att finansiella kriser kommer stoppas i framtiden. Finansiella kriser har en tendens att återkomma. Lärdomar från igår glöms bort och därmed ökar risken för en ny finanskris. När allt återgått till det normala, förbleknar som regel minnet av gårdagens finanskris.

Lärdomar för att möta en finansiell kris⁵

Om finanskrisen bryter ställs de ansvariga för den ekonomiska politiken inför svåra utmaningar. De tvingas att handla. Passivitet är knappast ett alternativ inom en demokrati med konkurrens om väljarnas sympatier. Den svenska krispolitiken under 1990-talet har uppmärksammats internationellt som en förebild för andra länder. Här kan vi peka på ett antal lärdomar.

Lärdom nr. 7. Möt finanskrisen med expansiv penningpolitik

Som påpekats tidigare byggde den procykliska penningpolitiken under boom-bust-åren upp de obalanser som med tiden gav krisen. Den starkt kontraktiva penningpolitiken på hösten 1992 drog ner svensk ekonomi i kris. När försvaret av den fasta kronkursen krävde temporärt en riksbanksränta på 500 procent blev denna strategi ett allvarligt hot mot det finansiella systemets stabilitet. Först när kronan fick en rörlig växelkurs kunde penningpolitiken göras expansiv. Omedelbart sjönk värdet på den svenska kronan kraftigt. Med deprecieringen och den flytande kursen kom vändpunkter. Ränteläget kunde sänkas. De finansiella problemen blev lättare att hantera. Tillväxten kom igång och samhällsekonomin återhämtade sig inom några år.

Lärdomen är rättfram: en finansiell kris bör mötas med en expansiv penningpolitik. Krisen är orsakad av höga realräntor och raskt fallande krediter. Detta förlopp kan dämpas genom en sänkning av den nominella räntan och med övergången till en rörlig växelkurs från en fast men justerbar växelkurs. Kortfattat uttryckt: penningpolitiken vid en kris idag bör städa upp efter de skador som penningpolitiken av igår har åstadkommit.

Lärdom nr. 8. Möt finanskrisen med expansiv finanspolitik

Finanspolitiken fungerade liksom penningpolitiken procykliskt under boom-bust åren. När krisen bröt ut, gav de automatiska stabilisatorerna omedelbart upphov till stora budgetunderskott. Dessa sökte de ansvariga motverka med åtstramningspolitik. Lärdomen här är låta de automatiska stabilisatorerna verka fullt ut. Budgetunderskottet

⁵ Detta avsnitt bygger på Andersson och Viotti (1999), Bäckström (1997), Ingves och Lind (2008), Jennergren och Näslund (1998) samt Jonung (2008).

bör inte uppfattas som orsaken till den finansiella krisen utan som orsakad av krisen. Växande budgetunderskott bör således accepteras som ett rimligt utslag av finanskrisen och inte som ett argument för stramare finanspolitik.

Lärdom nr. 9. Möt finanskrisen med snabbt och obegränsat statligt stöd till det finansiella systemet

En fundamental lärdom av finanskrisen är att staten har en central uppgift när en finanskris väl står för dörren, nämligen att garantera det finansiella systemets existens och därmed upprätthålla betalningssystemets funktionsförmåga.

När krisen fördjupades i september 1992, valde den svenska regeringen i samarbete med den socialdemokratiska oppositionen att skicka ut ett pressmeddelande som garanterade att motparter till svenska banker inte skulle lida någon förlust. Regeringen annonserade också att den skulle lägga fram ett förslag till riksdagen under hösten på en statlig garanti för samtliga svenskägda banker samt några institut med statlig koppling. Det var endast staten som kunde ställa ut en sådan garanti – ingen privat institution eller privat företag hade tillgång till obegränsade resurser under en finansiell kris som 1990-talets.

Garantin hade en omedelbar effekt. Den minskade oron för en bankrusning från utlandets sida. Den garanterade fortsatt utländsk finansiering av de svenska affärsbankerna. Den gav utökade möjligheter för Riksbanken att stödja affärsbankerna eftersom staten tog på sig en obegränsad garanti.

Lärdomen är att ett snabbt och obegränsat stöd till den finansiella sektorn bör ses som en tvingande nödvändighet när en finansiell kris hotar att bryta ut.

Lärdom nr. 10. Möt finanskrisen med ett lämpligt juridiskt ramverk samt med politisk öppenhet och enighet

Som en följd av pressmeddelandet i september 1992 inrättade riksdagen i december samma år en ny och självständig myndighet, Bankstödsnämnden, med uppgift att hantera stödet till bankerna. Bankstödsnämnden arbetade i nära samarbete med Riksbanken, Finansinspektionen och Riksgäldskontoret.

Under våren 1993 utformade Bankstödsnämnden klara riktlinjer för hur bankstödspolitiken skulle utformas i syfte att minska inslaget av moral hazard. Bankstödsnämnden arbetade sedan framgångsrikt med krishanteringen. Två nya avvecklingsbolag, så kallade *asset management corporations* (AMCs), skapades för att ta hand om nödlidande lån. Securum tog över dåliga lån från Nordbanken och Retriva från Gotabanken. Deras verksamhet upphörde i slutet av 1990-talet. Bankstödet blev framgångsrikt i bemärkelsen att staten efter krisen fick tillbaka vad som utbetalades som stöd till banksektorn under krisen.⁶

Hela hanteringen av bankkrisen ägde rum under full politisk enighet och med betydande öppenhet gentemot allmänheten. Denna enighet och öppenhet bidrog till att allmänheten accepterade stödpolitiken.

⁶ Se här Bergström, Englund och Thorell (2002).

Lärdomen är stödet till den finansiella sektorn bör ske öppet, under politisk enighet och med hjälp av en lämplig institutionell ram. Här blev Sverige något av en förebild. Den svenska modellen för bankkrishantering (*resolution policy*) har blivit en förebild i den internationella debatten.

Lärdomar rörande finansiell integration

Den svenska finanskrisen skapades i samband med övergången från ett hårt reglerat finansiellt system till ett system byggt på internationell öppenhet och finansiell integration över gränserna. Nu har Sveriges finansiella system varit internationellt integrerat i nästan snart 20 år. Vilka är lärdomarna från detta systemskifte?

Lärdom nr. 11. Den finansiella integrationen har skapat nya spelregler för den ekonomiska politiken

Den finansiella integrationen har helt ändrat förutsättningarna för stabiliseringspolitiken i Sverige. Ändringar i den svenska växelkursen utgör inte längre ett stabiliseringspolitiskt medel. Riksbanken kan inte längre devalvera eller revalvera kronans kurs som ett led i valutapolitiken eftersom avregleringen drev fram övergången från en fast till en rörlig kronkurs. Framväxten av en "fri" kapitalmarknad inom landet har istället öppnat för låginflationspolitiken där Riksbanken kommunicerar sin politik via marknadsoperationer. Denna nya penningpolitiska strategi vilar på väl fungerande finansmarknader.

Ramarna för finanspolitiken, dvs. statens möjligheter att beskatta och låna, har förändrats genom den finansiella integrationen. Den finansiella öppenheten lägger restriktioner på den svenska skattepolitiken. Det svenska skattetrycket kan inte avvika lika mycket som tidigare från omvärldens, i synnerhet inte när det gäller skatter som är lätta att kringgå via internationella transaktioner. Ansvariga politiker har svarat med att göra Sverige mer attraktivt för de grupper som är lätttröliga internationellt sett. Arvs- och gåvoskatten avskaffades i december 2004. Några år senare, 2007, togs också förmögenhetsskatten bort. Dessa förändringar bör betraktas som led i anpassningen av den svenska skattepolitiken till den nya situationen som uppstått med fria kapitalflöden över gränserna.

Genom finansiell integration undergrävs också användningen av kortsiktiga (temporära) ändringar i skatter och utgifter för att styra konjunkturen. Svenska hushåll och företag kan nämligen i större utsträckning än tidigare gardera sig mot temporära skatte- och utgiftsändringar genom dispositioner på finansmarknaden. I extremfallet blir kortsiktig finanspolitik verkningslös. I samband med den finansiella integrationen har svensk finanspolitik fått en mer långsiktig inriktning än tidigare. Ett ramverk inritat på budgetbalans över konjunkturcykeln har tillkommit.

Lärdom nr. 12. Förnya löpande regleringen av det finansiella systemet – men ingen återreglering!

Den sista lärdomen på vår lista är självklar. Finanskrisen på 1990-talet byggdes upp under många år av icke-marknadsorienterade regleringar, dvs. av finansiell repression. Utan finansiell repression behöver framtida avregleringar inte genomföras med de faror som en sådan politik innebär. På det viset kan risken för nya finanskriser hållas nere.

Det behövs emellertid en kontinuerlig översyn av det finansiella regelverket. Den internationella integrationen av kapitalmarknaderna innebär nämligen att innovationer och förändringar inom det finansiella systemet kommer snabbare än vad fallet var i det genomreglerade systemet som fanns tidigare. Uppfinningsrikedomen när det gäller nya produkter kan vara ett hot mot stabiliteten i hela systemet.

Lärdomen är att kontinuerligt förnya regleringen och tillsynen på finansmarknaderna så att den finansiella sektorn utvecklas på ett balanserat och samhälls-ekonomiskt gynnsamt sätt. Samtidigt gäller det att undvika en återgång till ett genomreglerat system liknande det som fanns före den finansiella avregleringen. Detta är en utmaning. Det gäller att inte skapa incitament som leder till nästa finanskris.

5.4 Lärdomar från den svenska finanskrisen rörande dagens finanskris

Den svenska finanskrisen på 1990-talet skapades inom Sverige. Det var en internt genererad kris orsakad av den ekonomiska politiken i samband med finansiell liberalisering. Den svenska krisen ägde rum ungefär samtidigt som den finska och norska finanskrisen. Den nordiska krisen var i huvudsak en regional företeelse – den fick inte några internationella efterverkningar. För de nordiska länderna var dessutom det globala ekonomiska läget en källa till stabilitet under 1990-talet. De kunde använda exporten som en motor i återhämtningen efter krisen.

Läget är annorlunda idag. Den globala krisen 2008-2010 har ställt de nordiska länderna inför nya utmaningar. För små öppna ekonomier som de nordiska länderna har krisen överförts främst via två kanaler: via de finansiella marknaderna och via exporten. Den globala nedgången i ekonomisk aktivitet utgör ett allvarligt problem för små öppna ekonomier som de nordiska eftersom de behöver en stark exportefterfrågan för att komma ur krisen.

Trots att dessa skillnader mellan 1990-talets kris och dagens är de flesta av lärdomarna från gårdagens svenska kris relevanta för att möta den nuvarande krisen.

Lärdom nr. 1. Möt dagens kris med kontracyklisk penningpolitik

Den mest väsentliga lärdomen från gårdagens kris är att möta dagens kris med expansiv penningpolitik, dvs. med låga räntor och med riklig tillgång på krediter. En sådan politik håller uppe den inhemska efterfrågan, motverkar deflation och problem inom det finansiella systemet. Expansiv penningpolitik kan dock inte hindra bortfallet av export men tillåter företag och hushåll att låna för att möta den ekonomiska nedgången. Vid rörlig växelkurs kan låg ränta dessutom bidra till depreciering av valutan. Det dock viktigt att ha en klar exit-strategi så att lågräntepolitiken in permanentas.

Lärdom nr. 2. Möt dagens kris med kontracyklisk finanspolitik

En väsentlig lärdom från den svenska krisen är att de så kallade automatiska stabilisatorerna i den offentliga sektorns budget bör få verka i största möjliga utsträckning. Vid varje kris skjuter budgetunderskottet av sig självt i höjden som följd av växande offentliga utgifter för högre arbetslöshet och sjunkande skatteintäkter när konsumtion och sysselsättning krymper. Genom denna mekanism fungerar den offentliga sektorns

budget som en snabb och kraftfull stötdämpare vid kriser. Stor offentliga sektor och hög skatteprogressivitet gör dessa stabilisatorer desto starkare. Därmed leder en kris snabbt till enorma budgetunderskott.

Denna lärdom kan synas enkel och självklar. Men finansministrar har erfarenhetsmässigt svårt att helt tillåta den finanspolitiska autopiloten styra vid djup kris. Ofta har man gjort tvärtom och stramat åt – och därmed förvärrat det ekonomiska läget. Ett annat skäl till ovilja kan vara rädslan för att tappa kontrollen över statsfinanserna – förutom den knepiga uppgiften att räkna ut vad som bör ingå i begreppet automatisk stabilisator.

Lärdom nr. 3. Möt dagens kris med stöd till det finansiella systemet

En global finanskris som dagens kan utvecklas till ett hot mot den inhemska finansiella stabiliteten. Av detta skäl bör staten ställa i utsikt snabbt och heltäckande stöd för den händelse det inhemska banksystemet hotas. Här ger den svenska erfarenheten goda argument för en sådan politik.

Lärdom nr. 4. Möt dagens kris med översyn av den finansiella tillsynen

Varje finanskris avslöjar brister i den offentliga tillsynen och regleringen av kredit-systemet. Så var fallet i Sverige under boom-bust-perioden. Bankinspektionen var ensidigt inriktad på mikrofrågor och ignorerade makroaspekter. Lärdomen är att såväl mikro- som makrotillsyn är önskvärd. Denna lärdom är högst aktuell idag när den finansiella tillsynen kommer upp på den ekonomisk-politiska dagordningen efter krisen.

Lärdom nr. 5. Möt dagens kris med finansiell upplysning

Den svenska finanskrisen demonstrerar hur viktigt det är med kunskap om finansmarknadernas funktionssätt. Detta är en väsentlig lärdom även idag. Med goda insikter om de krafter som har skapat den globala finanskrisen blir det lättare att utforma lämplig åtgärder för att bekämpa krisen och på sikt utveckla ett nytt ramverk för reglering och översyn av det finansiella systemet.

Eftersom den svenska krisen var främst inhemsk till sin natur och inte hade några internationella efterverkningar kunde de svenska beslutsfattarna hantera krisen utan någon utländsk inblandning. De fem punkterna här ovan bör dock kompletteras med en kommentar rörande internationellt samarbete.

Lärdom nr. 6. Möt dagens kris med internationellt samarbete

Dagens internationella kris bör mötas – förutom med lärdomarna ovan - genom internationell samverkan. Samverkan bör gälla flera områden. Den internationella handeln bör inte hindras genom tullar och andra handelshinder. Det fria kapitalflödet över gränserna bör inte begränsas. Stryps kapitalströmmarna över gränserna så bromsas handel och tillväxt. Internationell samverkan rörande ekonomisk politik och finansiell tillsyn bör förstärkas.

5.5 Sammanfattning

Den svenska finanskrisen ger ett antal lärdomar som är giltiga även för dagens kris. Många av dem har redan omsatts i den praktiska politiken. Skälet är att det finns en samsyn rörande den ekonomiska politiken som vuxit fram ur de många finanskriser som inträffat under senare tid. Dessutom bygger mycket av dagens ekonomiska politik på lärdomarna från 1930-talets depression – en depression som hade sina rötter i en finansiell kris.

Kanske bör det tilläggas att det tog många år för svensk ekonomi att återhämta sig från 1990-talskrisen trots att den ekonomiska politiken i stora drag – när krisen bröt ut – var väl utformad för att möta nedgången. Även om de ansvariga för den ekonomiska politiken möter dagens finanskris på det sätt som är förenligt med lärdomarna från Sverige, är ändå risken stor att krisen blir en utdragen affär. Det tar nämligen tid att skapa balans inom det finansiella systemet efter det att krisen brutit ut.

Politiker och ekonomer är för närvarande involverade i processen att komma fram till lärdomarna som kommer att styra politiken vid nästa finansiella kris. Man kan redan spekulera i vilka felgrepp som görs idag. Kanske har dagens beslutsfattare lärt sig visa läxor alltför väl. Kanske satsar de nu på en alltför expansiv penningpolitik alltför länge? Risken finns att den extrema lågräntepolitiken lägger grunden för nästa finansiella bubbla.

Det har hävdats att nästa finanskris kommer först när dagens generationer har glömt den senaste finanskrisen. Detta synsätt antyds av Håkan Lindgren (1994, s. 30) i hans granskning av lärdomarna av finansiella kriser i Sverige:

«En viktig slutsats, gemensam för både 1870- och 1920-talets kriser, är att dessa under mycket lång tid påverkade människors beteende och aktörers agerande på finansmarknaderna. ... är det uppenbart att kriserfarenheterna efterhand bleknar, och att människan efter en eller annan generationsväxling åter är redo för en ny spekulationsbubbla – som om vi inget lärt vad gäller finanskrisens beskaffenhet och förlopp.»

Vi lär av historien – men det är en öppen fråga om vi lär tillräckligt väl och behåller lärdomarna tillräckligt länge.

Referenser

Andersson, M. och S. Viotti, (1999), "Managing and preventing financial crises. Lessons from the Swedish experience", *Sveriges Riksbank Quarterly Reviews*, vol. 10, s. 71-89.

Bergström, C., P. Englund och P. Thorell, (2002). *Securum och vägen ut ur bankkrisen*, SNS, Stockholm.

Bäckström, U., (1997), "What lessons can be learned from recent financial crises? The Swedish experience", Remarks at the Federal Reserve Symposium "Maintaining Financial Stability in a Global Economy", Jackson Hole, Wyoming, USA, augusti 29, 1997.

Carlson, I., (2003), *Så tänkte jag. Politik och dramatik*, Hjalmarson & Högberg, Stockholm.

- Dennis, B., (1998), *500 %*, Bokförlaget DN, Falun.
- Englund, P., (1999), "The Swedish banking crisis: Roots and consequences", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 15, s. 80-97.
- Feldt, K-O., (1998), *Alla dessa dagar. I regeringen 1982-1990*, Norstedts, Stockholm.
- Feldt, K-O., (1994), *Rädda välfärdsstaten!*, Norstedts, Stockholm.
- Ingves, S. och G. Lind, (2008). "Stockholm solutions," *Finance & Development*, s. 21-23.
- Jennergren, P. och B. Näslund, (1998), "Efter bankkrisen: Vad blev notan för skattebetalarna?", *Ekonomisk Debatt*, vol. 26, s. 69-76.
- Jonung, L., (2008), "Lessons from financial liberalisation in Scandinavia", *Comparative Economic Studies*, vol. 50, s. 564-598.
- Jonung, L., (2009), "The Swedish model for resolving the banking crisis of 1991-93. Seven reasons why it was successful". *European Economy*, Economic papers 360, European Commission, februari 2009, Bryssel.
- Jonung, L., J. Kiander och P. Vartia, red., (2009), *The great financial crisis in Finland and Sweden. The Nordic experience of financial liberalization*, Edward Elgar, Cheltenham och Northampton.
- Lindgren, H., (1994), "Att lära av historien. Några erfarenheter av finanskrisen", s. 7-32 i *Bankkrisen*, Bankkriskommittén, Stockholm.
- Söderström, H., (1996), *Normer och ekonomisk politik*, SNS, Kristianstad.