

Ur Fregert, K, Jonung L, Makroekonomi:

## 26 Finansiella kriser

Teori, politik & institutioner.

Studentlitteratur, 2003

Under 1990-talet har ett stort antal länder drabbats av spektakulära finans- och valutakriser. Kriserna har sänt ut ekonomiska och politiska chockvågor. Så var fallet även i Sverige i början av 1990-talet. Finansiella kriser eller finanskriser är dock inte ett modernt fenomen. Den ekonomiska historien har sett många finansiella kriser av illusterkaraktär.

I detta kapitel granskar vi en rad aspekter på finansiella kriser: deras orsaker, deras konsekven-

ser och möjliga botemedel. Vi visar hur kriserna är intimt knutna till samspelet mellan det finansiella systemet och stabiliseringspolitiken. Vi kopplar samman vår diskussion om finansiell ekonomi med teorin för ekonomisk politik i den öppna ekonomin. Vi börjar med den svenska 1990-talskrisen. Därefter behandlar vi de internationella kriserna under 1990-talet. Vi visar att det finns nära samband mellan valet av växelkurssystem, valutakriser och inhemska bankkriser.

### Den svenska 90-talskrisen

I början av 1990-talet drabbades svensk ekonomi av en djup *ekonomisk kris* – en depression – med fallande produktion och stigande arbetslöshet. Nationalinkomsten sjönk under tre år i rad. Nedgången i den ekonomiska aktiviteten blev en av de största under 1900-talet. Längden och djupet av depressionen kan närmast jämföras med förloppet under de två stora ekonomiska kriserna under 1920- och 1930-talet. De bägge oljekriserna under 1970-talet (OPEC I och OPEC II) framstår som betydligt mildare än 90-talskrisen. (Se tabell 26.1 som visar produktionsförlusten mätt som bortfallet i nationalinkomst under de sex djupaste ekonomiska kriserna i vårt land under 1900-talet).

Djupet i den svenska nedgången framhävs vid en internationell jämförelse. Sverige avvek från det internationella konjunkturförloppet under den senare hälften av 1980-talet genom att tillväxten i BNP blev klart sämre än i OECD-Europa. Detta mönster framgår av figur 26.1, där 1985 utgör basåret för en jämförelse mellan svensk BNP-tillväxt och BNP-tillväxten i OECD-Europa. Den relativa stagnationen för Sveriges del förstärktes i början av 1990-talet. Nedgången 1990–1993 blev djupare i Sverige än i vår omvärld. Fallet dämpades under 1993 och vändes till en återhämtning under 1994–1995.

Arbetslösheten i Sverige steg från en nivå kring 2 procent i slutet av 1980-talet till strax under 10 procent i mitten av 1990-talet – den kraftigaste uppgången i arbetslösheten under hela efterkrigstiden. Under OPEC I- och OPEC II-kriserna hade den svenska arbetsmarknaden utmärkts av full sysselsättning, i synnerhet i förhållande till det internationella mönstret. Under 90-talskrisen förändrades bilden helt när svensk arbetslöshet nästan nådde upp till genomsnittet för OECD-Europa.

**Ekonomisk kris.** En oväntad, plötslig och kraftig nedgång i den ekonomiska aktiviteten.

ta politiker och emskap. I detta lutaunion, först ch sedan genom i myntunionen. iga utredningar,

phov till solida tiska aspekterna len ett politiskt onomiska argu- il medvetna om lemskap för att andra områden e väljer – att bli dag med säker- gval.

ationella växel- rörande Sverige 1996:158. yder EMU?, SNS

ey – An Evalua- ning an Econo- ir 44, Bryssel. i Monetary Inte- ropean Monetary

ps, Malmö. r ett 'optimalt' ; nr 5. urrency Areas",

tet, Stockholm. 1.) Finansdeparte-

iro/ ro/

lresser. Se bland

## 90-talskrisens anatomi

Hur kunde svensk ekonomi hamna i en så djup lågkonjunktur som 90-talets med långvarig stagnation och, för svenska förhållanden, exceptionellt hög arbetslöshet? Varför var ansvariga beslutsfattare, många med lång erfarenhet av ekonomisk politik, till synes oförmögna att först dämpa uppgången som föregick krisen och sedan begränsa nedgången? För att svara på dessa frågor analyserar vi drivkrafterna bakom krisen. Fokus lägger vi på stabiliseringspolitikens utformning, eftersom krisförloppet i stor utsträckning styrdes av beslut fattade av de ansvariga för penning- och finanspolitiken, det vill säga av Riksbanken och finansdepartementet/regeringen. Vi framhäver här samspelet mellan penning- och finanspolitiken, realräntan och det finansiella systemet.

Förloppet bör analyseras i två steg. Det första steget omfattar uppgången under åren 1985–1990 då svensk ekonomi gick in i en intensiv högkonjunktur med överfull sysselsättning, hög inflation och stigande priser på tillgångar, såsom aktier och fastigheter. Det andra steget utgörs av nedgången i svensk ekonomi med kraftigt prisfall på tillgångar och djup lågkonjunktur. Med amerikansk terminologi betecknas dessa bägge faser som *boom* och *bust*.

*Boom-bust*-faserna är utmärkande för finansiella kriser. Denna typ av kriser diskuteras närmare i ruta 26.1, som sammanfattar det historiska mönstret. Den svenska finanskrisen under 1990-talet är således inget unikt fenomen sett i ett längre perspektiv. Den ekonomiska historien är fylld av finanskriser. Så länge som det funnits finansiella system, har det också funnits finansiella kriser.

### *Uppgångsfasen 1985–1990*

I november 1985, strax efter valet till riksdagen, avskaffade Riksbanksfullmäktige den kvantitativa regleringen av affärsbankernas utlåning. Detta steg, den så kallade novemberrevolutionen, kom att utöva ett långtgående inflytande på den makroekonomiska utvecklingen under de följande 10 åren. Avregleringsbeslutet blev nämligen en vändpunkt i svensk ekonomisk politik – en insikt som knappast fanns vid den tidpunkt då beslutet togs. Då uppfattades det snarast som en åtgärd av teknisk natur utan några större förväntade realekonomiska verkningar. Det förlopp som den makroekonomiska utvecklingen fick efter 1985 har emellertid gjort den finansiella avregleringen till det centrala inslaget i uppmarschen mot 90-talskrisen och systemskiftet inom stabiliseringspolitiken: avregleringen utgjorde startskottet för krisen.

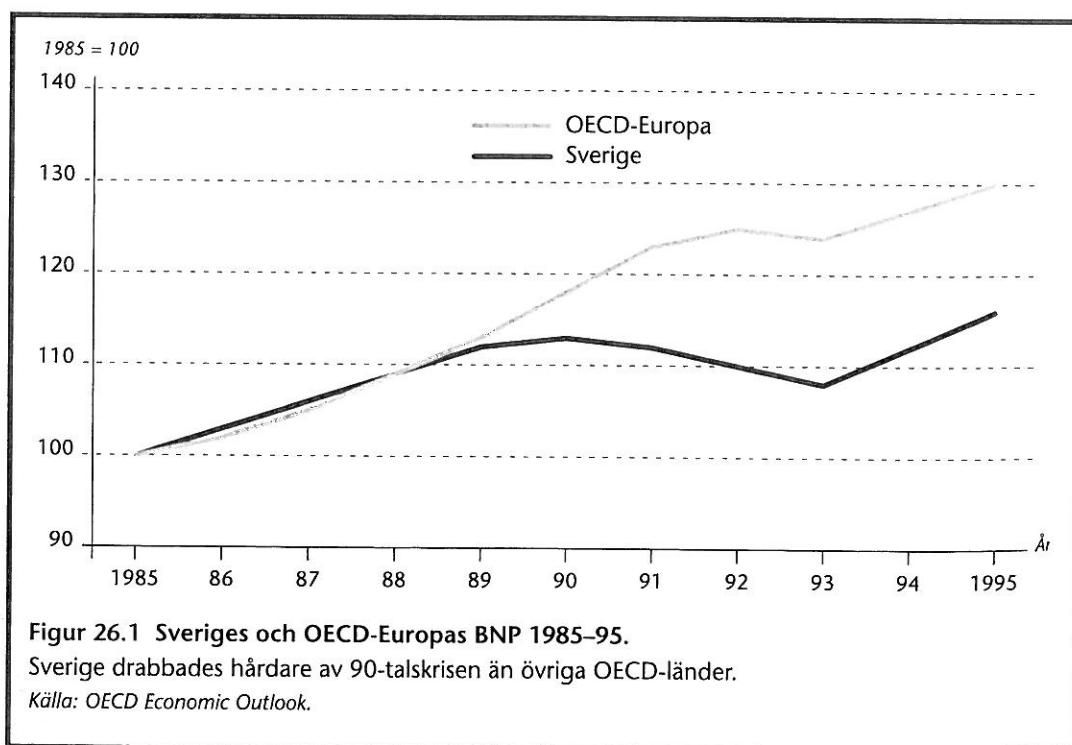
Avregleringen bör ses mot bakgrund av de obalanser som utmärkte den privata sektorns portföljer före beslutet i november 1985. Företagens och hushållens portföljval var begränsade av de omfattande kredit marknadsregleringar vilka infördes i början av 1950-talet för att slå vakt om den så kallade lågräntepolitiken – en politik som hade som mål att hålla "låga" räntor, det vill säga en räntenivå som låg under det ränteläge som skulle ha uppstått utan regleringssystemet. Hög inflation och därmed höga inflationsförväntningar samt ett skattesystem som gynnade låntagande förstärkte dessa obalanser.

Tabell 26.1 Produktionsförlusterna under de sex djupaste ekonomiska kriserna i Sverige under 1900-talet samt under de bägge världskrigen.

Kris	Produktionsförlust under krisen (procent).
Krisen 1907–1908	11,6
20-talskrisen (1921)	9,6
30-talskrisen (1931–1933)	15,6
Första oljekrisen – OPEC I (1976–1978)	7,8
Andra oljekrisen – OPEC II (1980–1982)	1,1
90-talskrisen (1990–1993)	13,5
Första världskriget (1917–1919)	21,3
Andra världskriget (1940–1942)	21,0

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

Källor: Krantz, Olle, (1995), "Swedish Historical National Accounts 1800–1990 – Aggregated Output Series", stencil, Ekonomiska institutionen, Umeå universitet. Krantz, Olle och Carl-Axel Nilsson, (1975), *Swedish national product 1861–1970: New aspects on methods and measurement*, Liber Läromedel/Gleerup, Lund.



Lindgren pekar på en viktig uppgift för staten, nämligen att stabilisera – "rädda" – det finansiella systemet vid allvarlig kris. Traditionellt har centralbanken en funktion som *lender of last resort*. Denna funktion innebär att centralbanken ska stödja det finansiella systemet vid likviditetskriser genom lån till främst affärsbanker. Vid djupa och allvarliga finansiella kriser, då soliditeten i det finansiella systemet är hotad av omfattande kreditförluster, måste staten träda till. Centralbanker har helt enkelt inte tillräckliga finansiella resurser.

## Lästips

Kindleberger, Charles, (1978) *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, New York: Basic Books.

Lindgren, Håkan, (1994) "Att lära av historien. Några erfarenheter av finanskrisen.", s. 7–32 i *Bankkrisen*, Bankkriskommittén, Stockholm.

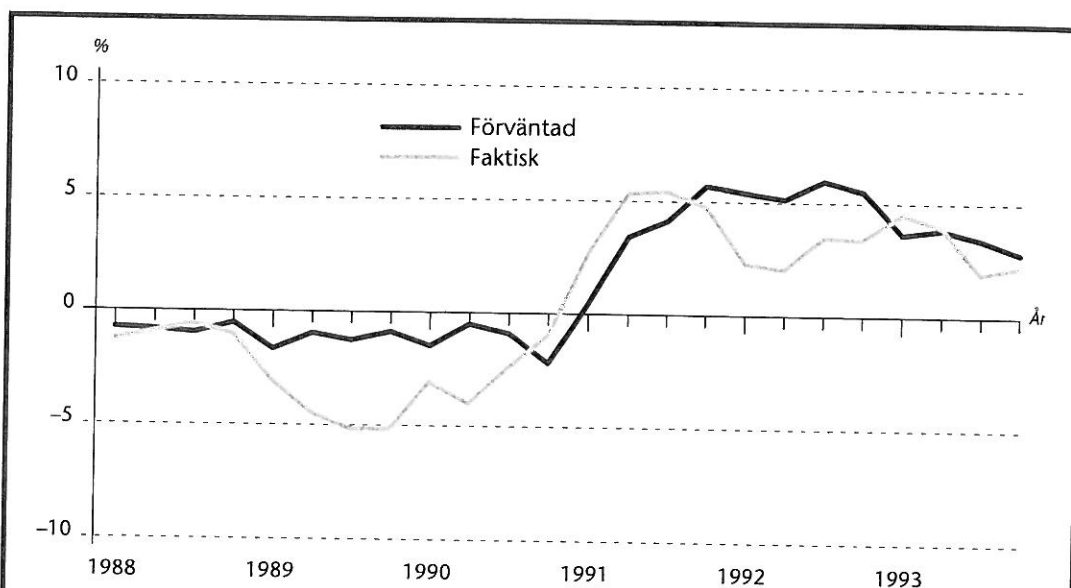
Den finansiella avregleringen 1985 avslöjade med tiden fundamentala finansiella obalanser i svensk ekonomi.

Avregleringen påverkade på ett fundamentalt sätt incitamentsstrukturen för såväl låntagare som långgivare och därmed påverkade den även dessas beteende. När avregleringen genomfördes fanns det starka incitament för företag och hushåll att öka sin upplåning vid rådande ränteläge. Avregleringen förändrade också miljön för långgivarna, det vill säga för banker och övriga finansiella institut. De hamnade i en öppnare och mer aggressiv konkurrens om marknadsandelar än tidigare. Långgivarna anpassade sig genom att expandera kreditgivningen efter novemberrevolutionen och låntagarna stod redo att ta på sig en större skuldsättning. Samtidigt var emellertid kunskaperna om riskhantering och sunt finansiellt beteende bristfälliga hos både långgivare och låntagare i den nya finansiella värld som följde med avregleringsbeslutet 1985.

Följden av den förändrade incitamentsstrukturen, det vill säga av avregleringsbeslutet, blev således att utbudet och efterfrågan på krediter ökade samtidigt. Bankernas utlåning växte dramatiskt under åren 1986–1988. Den kanaliserades i betydande utsträckning till tillgångsmarknaderna, det vill säga till marknaderna för fastigheter och aktier. Den privata sektorn, som tidigare varit ransonerad och nedtryckt på kreditmarknaden, utnyttjade det växande värdet på sina reallgångar som underlag för ytterligare belåning. Följden blev ett nytt inslag i konjunkturbilden, nämligen att tillgångspriserna ökade snabbare än konsumentpriserna.

Processen underlättades av den stigande inflationstakten under dessa år. Prisstegringstakten kulminerade år 1990. Inflationförväntningarna följde uppgången i den faktiska inflationstakten, men inte fullt ut på det sätt som Fishersambandet förutspår (se kapitel 5). Den förväntade realräntan, eller realräntan ex ante, det vill säga räntan efter skatt och förväntad inflation, sjönk till en nivå nära noll procent för många placerare genom kombinationen av höga inflationsförväntningar och höga skatter på kapitalinkomster på 50 procent. För den som lånade innebar den höga skattesatsen att endast hälften av den nominella låneräntan faktiskt betalades. De låga förväntade realräntorna gjorde det därmed frestande att ta lån – såväl inom landet som utomlands – för investeringar

åg realränta drev upp illgångspriserna under enare delen av 1980-alet.



Figur 26.2 Realräntan efter skatt ex ante och ex post i Sverige 1988–96.

Den faktiska (ex post) och förväntade (ex ante) realräntan steg kraftigt under 90-talskrisen. Uppgången, den s.k. realräntechocken, låg bakom fallet i tillgångspriser.

Anm: Realräntan ex post (faktisk realränta) efter skatt är beräknad enligt:  $(1 - \text{skattesats på kapital}) \times \text{nominell ränta} - \text{faktisk inflation}$ , (se kapitel 4). Skattesatsen på kapitalinkomster är satt till 0,5 mellan 1988 och 1990 och till 0,3 fr.o.m. 1991 (efter skattereformen). Den nominella räntan är treårsräntan för statsobligationer. Realräntan ex ante (förväntad realränta) är beräknad enligt:  $(1 - \text{skattesats på kapital}) \times \text{nominell ränta} - \text{förväntad inflation}$ .

Källa: Faktisk inflation och förväntad inflation: SCB. Nominell ränta: *Statistisk årsbok*, Riksbanken.

Tillgångspriserna steg snabbare än konsumentpriserna under "boomen".

och konsumtion. De låga förväntade realräntorna gjorde också att priserna på alla tillgångar, finansiella såväl som reala, steg kraftigt i pris, såsom nuvärdesformeln för tillgångspriser anger (se kapitel 4).

Enligt Riksbankens vägda genomsnitt av priset på olika tillgångslag (se figur 26.2), steg tillgångspriserna mellan 1985 och 1990 med i genomsnitt 70 procent. För vissa tillgångar, såsom fastigheter i centrala Stockholm och aktier, var uppgången ännu kraftigare. Slutresultatet av dessa olika krafter blev vad många bedömare betecknar som en finansiell bubbla i svensk ekonomi. Den byggde på vad som senare skulle komma att avslöjas som en jättelik över-skuldsättning inom den privata sektorn och motsvarande överutlåning inom det finansiella systemet. Den finansiella bubblan blåstes upp genom en snabbt stigande värdering av aktier och tillgångar. Denna värdering visade sig senare överdriven när realräntan och andra så kallade fundamentala faktorer för prissättningen av tillgångar ändrades.

Den finansiella utvecklingen återspeglades i den reala sektorn. Uppgången i tillgångspriserna skapade positiva förmögenhetseffekter, det vill säga hushållen kände sig förmögnare när de såg sina innehav av aktier och fastigheter stiga i värde. Följaktligen sparade

de mindre och konsumerade mera. Den privata konsumtionen blev en drivande faktor bakom överhettningen medan hushållens sparkvot sjönk. Under den mest intensiva boomerperioden var det privata sparandet negativt, det vill säga hushållen konsumerade mer än sin disponibla inkomst. Statsfinanserna förbättrades raskt under överhettningen. Den kraftiga konsumtionstillväxten medförde nämligen växande skatteintäkter. Budgeten visade ett mindre överskott under några år i slutet av 1980-talet. Arbetsmarknaden styrdes av en stark efterfrågan från den inhemska sektorn, i synnerhet från byggsektorn, där en betydande löneglidning uppstod. Nybyggnationen gynnades av prisuppgången på reala tillgångar. Den subventionerades också starkt genom bostadspolitiken, som gavs en procyklisk inriktning under denna fas.

Den inhemska expansionen medförde en undanträngning av den konkurrensutsatta sektorn; exporten utvecklades negativt. Den starka inhemska efterfrågan riktad mot konsumtionen gjorde att bytesbalansen ( $X - M$ ), det vill säga  $Y - (C + I + G)$ , försämrades i slutet av 1980-talet. Gradvis kom Sverige på nytt att glida in i en kostnadskris, som dock maskerades av den inhemska expansionen och överhettningen.

Överhettningen, som blev den gängse beskrivningen av det svenska konjunkturläget i slutet av 1980-talet, yttrade sig i en snabbare inhemska inflation än i omvärlden, i en lägre inhemska arbetslöshet och i en försämring av svensk konkurrenskraft. Den snabbare inflationen i Sverige undergrävde trovärdigheten för kronans fasta växelkurs och bidrog till envisa förväntningar om en ny devalvering av kronan. Tillväxten i real BNP låg kring 2-3 procent per år under den senare hälften av 1980-talet, vilket innebar att svensk tillväxt i förhållande till tillväxten i omvärlden blev låg (se figur 26.1).

Den nya miljön, eller incitamentsstrukturen, för låntagarna och långivarna skapade således en kraftig ökning i såväl utbudet av som efterfrågan på krediter. Bakom expansionen låg både strukturella och stabiliseringspolitiska faktorer. Strukturellt utlöstes expansionen av att avregleringen inte kombinerades med minskade avdragsmöjligheter för att öka realräntan efter skatt samt en utökad finansiell tillsyn. Väre sig bankerna själva eller Finansinspektionen hade tillräckliga kunskaper och resurser för att kontrollera kreditvärdigheten och den ekonomiska potentialen för nya projekt och nya låntagarkategorier.

Stabiliseringspolitiken i kombination med avregleringen, vilken bör betecknas som en strukturell åtgärd, är därmed den främsta förklaringen till överhettningen, kostnadskrisen och de finansiella obalanserna i form av överskuldssättning och överutlåning under den senare hälften av 1980-talet. Enligt detta perspektiv vilar ansvaret för den kris som blommade ut i början av 1990-talet i första hand på de ansvariga för den ekonomiska politiken - inte på enskilda direktörer eller företag verksamma inom det finansiella systemet. Det var nämligen Riksbanken och regeringen som bestämde den incitamentsstruktur som styrde den privata sektorns beteende.

I slutet av 1980-talet blev det allt tydligare att stabiliseringspolitiken borde läggas om i kontraktiv riktning. Riksbanken kunde

Den ekonomiska politiken skapade en överhettad svensk ekonomi under senare delen av 1980-talet.

Ansvar för den finansiella krisen vilar på Riksbanken och finansdepartementet.

dock inte ändra kronkursen eftersom fast växelkurs var det överordnade målet för Riksbanken. Penningpolitiken var således inte effektiv (jämför här med diskussionen kring Mundell-Fleming-modellen). Efter valet 1988 vidtogs en serie åtgärder. I februari 1990 föreslog regeringen två års frysning av löner, priser och utdelningar samt skärpt lagstiftning mot strejker. Stoppaketet utlöste en regeringskris som ledde till att 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.

#### *Nedgångsfasen 1990–1993*

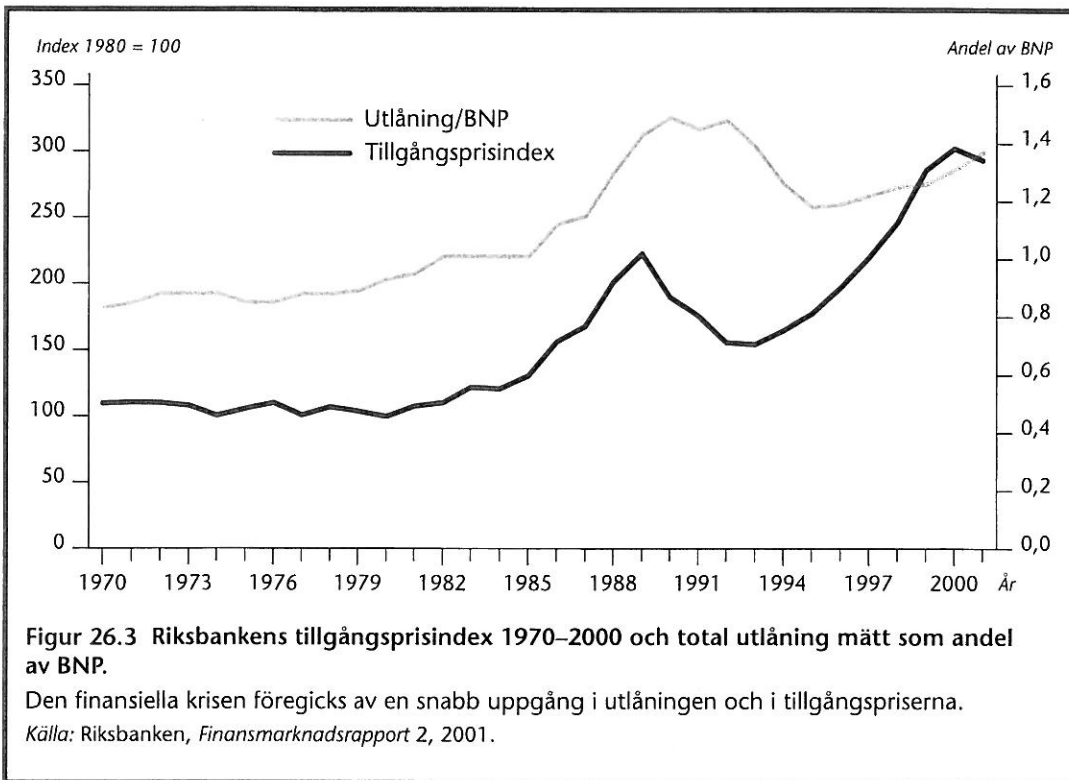
Nedgången utlöstes av flera samverkande kontraktiva impulser. Den främsta drivkraften bakom krisen var den kraftiga och oväntade uppgången i den förväntade realräntan som syns i figur 26.3. Denna hade sina rötter i en kombination av faktorer, såväl inhemska som internationella. Den svenska inflationstakten minskade kraftigt efter ett toppläge kring 10 procent år 1990. Inflationförväntningarna minskade samtidigt, fast med viss eftersläpning. Detta skedde samtidigt som de nominella räntorna steg, vilket fick till följd att realräntan (nominell ränta minus inflation) steg. "Århundradets skattereform", vilken genomfördes 1990–1991, försämrade villkoren för lånefinansierade investeringar samtidigt som den gynnade sparandet, vilket gjorde att realräntan efter skatt steg ännu mer. Den framväxande lågkonjunkturen minskade investeringsverksamheten och dämpade den optimism som utmärkt överhettningen.

Internationella faktorer bidrog till att höja den svenska realräntan. Den tyska återföreningen pressade upp det europeiska ränteläget. Kronan utsattes för en rad spekulativa attacker, vilka återspeglade ett minskat förtroende för den fasta växelkursen. Riksbanken tvingades värna om den allt mindre trovärdiga fasta kronkursen genom en högre räntenivå i Sverige än i omvärlden. (Se ruta 16.2 för en beskrivning av hur devalverings/deprecieringsförväntningar höjer den inhemska räntan. I ruta 26.3 visas hur den inhemska räntan kan bli mycket hög under en spekulativ attack.)

När realräntan steg, sjönk värdet på tillgångar såsom fastigheter, aktier och annat realkapital, i enlighet med nuvärdesformeln för tillgångsprissättning (se kapitel 4). Tillgångar med lång löptid, såsom aktier och fastigheter, är särskilt känsliga för ändringar i realräntan vilket demonstreras i ruta 26.2. 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 kumulativ, det vill säga självförstärkande, genom förväntningar om fortsatt prisfall på tillgångar (se priset i figur 26.2 för ett genomsnitt av alla tillgångar).

Den snabba uppgången i realräntan och de därmed fallande tillgångspriserna underminerade det finansiella systemet. Företag gick i konkurs när det egna kapitalet smälte bort. I synnerhet fastighetsbolag drabbades. Effekten spred sig till de finansiella intermediärerna när vissa låntagare inte kunde betala räntor och amorteringar på sina skulder. Bankerna gjorde tillsammans ungefär 180 miljarder i kreditförluster mellan 1990 och 1993, vilket ledde till

Hög realränta drev ned tillgångspriserna under 1990-talskrisen.



Figur 26.3 Riksbankens tillgångsprisindex 1970–2000 och total utlåning mätt som andel av BNP.

Den finansiella krisen föregicks av en snabb uppgång i utlåningen och i tillgångspriserna.

Källa: Riksbanken, *Finansmarknadsrapport 2*, 2001.

Värdet på realltillgångar i Sverige föll med 1 000 miljarder kronor under krisen.

en lika stor minskning i bankernas egna kapital. Realräntechocken skapade därmed en kris för det finansiella systemet. Staten ingrep i syfte att garantera sektorns existens. En bankstödsnämnd inrättades. Två konkursmässiga banker, Nordbanken och Gotabanken, blev helägda av staten.

Det gigantiska "hål" som realränteuppgången skapade i den privata sektorns balansräkningar kan beräknas på olika sätt. En kalkyl uppskattar att realltillgångarna i Sverige sjönk i värde från 3 500 till 2 500 miljarder kronor, det vill säga med knappt 30 procent. Det motsvarar en nedgång i det egna kapitalet med motsvarande belopp. Den privata sektorn reagerade genom att kraftigt höja sitt finansiella sparande för att återställa en del av det egna kapitalet. Det skedde genom att den privata sektorn började amortera sina lån.

Denna skuldsanering eller portföljanpassning, som hade till 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.

I detta skede avslöjades att de många åren med reglerade låga räntor före avregleringen hade utvecklats till en period med över-



Riskpremien är alltså den extra avkastning man erhåller på aktier relativt säkra tillgångar. Historiskt sett har riskpremien,  $\delta$ , liksom avkastningen på säkra obligationer, legat kring ett par procentenheter så att avkastningen på aktier har varit ungefär den dubbla mot statsobligationer. Empiriska studier för USA och Sverige anger en riskpremie kring 5–6 procentenheter före 1990-talet.

Sambandet innebär att aktiepriset inte fullt ut rör sig i omvänd proportion till rän-

tan på lång sikt (den långa räntan). En ungefärlig uppskattning är att aktiepriserna bör ändras med ungefär hälften av den procentuella ändringen i den långa räntan.<sup>1</sup>

Prissättningsformeln för aktier visar att aktiekurserna är ytterst känsliga för ändringar både i riskpremien och i räntan. En förklaring till de höga aktiekurserna under senare delen av 1990-talet är att riskpremien var sjunkande. Den steg sedan kraftigt under börsnedgången 2000–2002.

$$1 \quad K_t^{\text{aktie}} = \frac{A}{(r + \delta)} \Rightarrow \hat{K}_t^{\text{aktie}} = \hat{A} - (\hat{r} + \hat{\delta}) = \hat{A} - \left[ \frac{r}{(r + \delta)} \right] \hat{r} - \left[ \frac{\delta}{(r + \delta)} \right] \hat{\delta} \text{ där sista ledet fås genom att vi}$$

använder regeln att den relativa förändringen av en summa är lika med den andelsvägda förändringen av summans delar. Om räntan och riskpremien i utgångsläget är lika stora, så att  $r/(r + \delta) = 0,5$  ändras aktiepriset med hälften av den procentuella ändringen i räntan. Om räntan ökar från 4 till 5 procent (25 procent relativ förändring), ändras alltså aktiepriset med 12,5 procent.

investeringar, det vill säga 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 byggsektorn – en sektor som tidigare betraktats som en motor i svensk ekonomi. Samma mönster, fast svagare, återkom inom praktiskt taget hela den svenska ekonomin.

Realräntechocken ledde till en kraftig nedgång i den aggregerade efterfrågan då hushållen minskade sin konsumtion samtidigt som företagen minskade sina investeringar. Följden blev att arbetslösheten steg dramatiskt under dessa år: från en internationellt sett låg nivå kring 2 procent i början av decenniet till ett läge nära OECD-genomsnittet med över 8 procent öppen arbetslöshet. Sysselsättningen minskade kraftigt och antalet konkurser blev rekordartat. Byggsektorn träffades hårdast. Inflationstakten, mätt med konsumentprisindex, drevs ner till låga nivåer under denna process: från en topp på 10 procent år 1990 till under 2 procent i mitten av 1990-talet. Index för tillgångspriser visade på en avsevärd tillgångsdeflation, det vill säga ett faktiskt prisfall under åren 1990–1993 enligt figur 26.2.

Bytesbalansens försvagning, som hade inletts under den senare delen av 1980-talet, kulminerade med ett underskott på 3,5 procent av BNP under 1992. Denna utveckling återspeglade den kostnadskris som drabbade svensk exportindustri under överhettningen i slutet av 1980-talet. Därefter förbättrades bytesbalansen i och med att de inhemska utgifterna sjönk (jämför  $NX = Y - (C + I + G)$ ).

Hushållen ökade sitt sparande och minskade sin konsumtion.

Som en följd av nedgången i den ekonomiska aktiviteten, den stigande arbetslösheten och det statliga stödet till den finansiella sektorn, ökade budgetunderskottet lavinartat. Budgetunderskottets storlek, i relation till BNP, nådde sin högsta nivå under efterkrigstiden under 90-talskrisen. Följden blev att statsskuldkvoten, det vill säga statsskulden i relation till BNP, steg kraftigt – en utveckling som förstärktes av de högre ränteutgifterna för statsskulden (ruta 23.2 visar hur dess ökningstakt bestäms av den så kallade stats-skuldekvationen).

Den inhemska utvecklingen med en allt allvarligare finanskris, produktionsbortfall och arbetslöshet undergrävde trovärdigheten för den fasta växelkursen. Stabiliseringspolitiken hamnade i en rävsax där hänsyn till externa förhållanden, det vill säga till kronans växelkurs, krävde stram politik medan hänsyn till inhemska förhållanden, det vill säga till finanskrisen, fordrade en expansiv politik. Ju mer Riksbanken strävade efter att försvara den fasta kursen genom "räntevapnet", desto djupare blev den inhemska krisen.

Övergången från fast till flytande växelkurs hävde den akuta krisen 1992.

I samband med oron på de europeiska valutamarknaderna i september 1992 sökte Riksbanken försvara den fasta växelkursen med kraftigt höjda räntor. Riksbankens utlåningsränta, den så kallade marginalräntan, hamnade under en kort tid på 500 procent. (Ruta 26.3 förklarar hur så höga räntor kan uppstå under en valutakris.) Regeringen och oppositionen enades om två gemensamma krispaket i syfte att försvara den fasta kronkursen och undvika devalvering. Kronförsvaret bröt emellertid 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.

Den akuta nedgången i svensk ekonomi hävdades genom kronans depreciering. Den ekonomiska aktiviteten vände åter uppåt under 1993. Precis som efter devalveringarna under 1970- och 1980-talet ökade exporten och produktionen. Krisen lämnade dock djupa spår i form av en hög statsskuld och bestående hög arbetslöshet under resten av 1990-talet.

**Credit crunch.**  
En åtstramning av bankernas kreditgivning i samband med en finanskris.

Bankernas funktion som kreditförmedlare skadades allvarligt av finanskrisen, vilket fick till följd att uppgången fördröjdes. Från att ha varit generösa i sin kreditbedömning under slutet av 1980-talet blev bankerna restriktiva i samband med krisen i början på 1990-talet. Många företag, särskilt mindre och medelstora företag, fick svårt att låna i krisens kölvatten. Det urholkade egna kapitalet hos både banker och företag gjorde att långivning hade blivit mer riskfyllt. Riskerna för att misslyckade projekt skulle leda till konkurs hade ökat och det blev svårare för lånesökare att ställa ut godtagbara säkerheter. Sverige upplevde en så kallad *credit crunch* som följd av finanskrisen.

#### *Lärdomar från den finansiella krisen*

90-talskrisen utlöste en livlig debatt dels om hur stabiliseringspolitiken borde ha utformats för att finanskrisen skulle ha undvikits, dels om hur finanspolitiken i framtiden borde utformas för att förhindra uppkomsten av finansiella kriser och för att begränsa kriser när dessa ändå uppstår.

ken lät sin monetära bas krympa samman. Det visar också på den felaktiga, men populära, föreställningen att centralbankernas valutareserver är för små i förhållande till de internationella spekulanternas tillgångar. Centralbankens skyldighet att lösa in pengar gäller endast deras egna centralbankspengar.

*Hur avslutas en valutakris?* När alla möjligheterna ovan är uttömda eller bedöms som för kostsamma, upphör centralbanken att köpa inhemsk valuta i utbyte mot utländsk valuta till en fast kurs. Det var vad som hände den

19 november 1992, då Riksbanken gav upp kronförsvaret. Riksbanken lät kronan flyta då dess ledning inte såg någon möjlighet att försvara en ny devalverad kurs.

### Lästips

Lundgren, Nils och Hans Tson Söderström, (1996), "Kronförsvaret hösten 1992 – var det värt sitt pris?" i Hans Tson Söderström, *Normer och ekonomisk politik. Konjunkturrådet, normpolitiken och 90-talskrisen*, SNS förlag.

Avregleringen under 1980-talet har varit föremål för kritik. Enligt ett vanligt synsätt borde processen ha följt en annan tidsmässig ordning. Skattesystemet borde ha reformerats först – sedan skulle avregleringen ha genomförts. Lägre kapitalinkomstskatter och därmed försämrade avdragsmöjligheter hade dämpat låneexplosionen och minskat risken för en finansiell bubbla. Stabiliseringspolitiken borde dessutom ha varit stramare för att möta den expansiva effekt som släpptes lös av avregleringen. Den dåvarande riksbankschefen och finansministern hade olika uppfattningar i debatten (se ruta 26.4 för en illustration av deras meningsutbyte).

Som ett resultat av krisen införde riksdagen en insättningsgaranti som garanterade bankinsättarnas medel. Riksbanken och Finansinspektionen fick ökade resurser för att systematiskt övervaka stabiliteten inom det finansiella systemet i syfte att på ett tidigt stadium upptäcka finansiella oroshärddar. Övervakningen avrapporteras bland annat i Riksbankens så kallade *Finansmarknadsrapport* som för närvarande publiceras två gånger om året.

En fundamental lärdom av finanskrisen rör statens roll när en finanskris väl står för dörren. I Sverige fanns en politisk uppslutning kring stödet till den finansiella sektorn, bland annat genom en öppen genomlysande redovisning av problemens omfattning och karaktär. Eftersom krisen i första hand var en soliditetskris som karaktäriserades av att flera banker och finansinstitut var nära konkurs, föll uppgiften att rädda det finansiella systemet på regeringen. Om krisen hade varit en likviditetskris, det vill säga om bankerna enbart hade haft brist på reserver, men inte på eget kapital, hade Riksbanken kunnat träda in i sin funktion som *lender of last resort* genom att låna ut centralbankspengar (som inte kostar något att producera då de endast utgör fordringar på Riksbanken) till bankerna (se kapitel 11 samt ruta 26.1). Det blev istället Finansdepartementets uppgift att ingripa med ett rejält stöd till den finansiella sektorn för att garantera det finansiella systemets existens och därmed upprätthålla betalningssystemets funktionsförmåga. Nödlidande eller dåliga krediter lastades över på särskilda institut. Den politiska hanteringen – bland annat inrättandet av Bankstöds-

Den svenska 90-talskrisen bidrog till ett flertal ekonomisk-politiska reformer.

## Ruta 26.4 Finansministern kontra riksbankschefen om 1990-talskrisen – vem har rätt?

Kjell-Olof Feldt, som var finansminister 1982–1990, analyserade i efterhand finanskrisen på följande sätt:

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.<sup>1</sup>

Här lägger Feldt en del av skulden på Riksbanken. Denna borde redan 1986 ha använt sig av en räntechock i linje med den aggressivitet som banken visade upp under kronförsvaret 1992 och tagit bort valutaregleringen samtidigt som den inhemska regleringen avskaffades 1985. Då hade kanske finanskrisen kunnat kvävas i sin linda.

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.<sup>2</sup>

Bengt Dennis, riksbankschefen 1982–1994, vänder sig mot Feldts resonemang och hävdar att det grundläggande problemet var den svaga finanspolitiken, det vill säga felet låg inte hos penningpolitiken utan hos finanspolitiken – och därmed hos finansministern.

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.<sup>3</sup>

1 Feldt, Kjell-Olof, (1994, s. 51), se lästips.

2 Feldt, Kjell-Olof, (1994, s. 51–51), se lästips.

3 Dennis, Bengt, (1998, s. 208–209), se lästips.

nämnden och den generella bankgarantin – har utmålats som en förebild för andra länder.

En ytterligare lärdom rör växelkurspolitiken. Krisen visade att en fast växelkurs för kronan är svår att upprätthålla i en värld med fria kapitalrörelser över gränserna. Den dåvarande riksbankschefen, Bengt Dennis, formulerade denna insikt på följande vis:

Allt i allt, det är inte svårt att finna förklaringar till det mesta av vad som skedde i finansmarknaderna denna höst [det vill säga hösten 1992]. 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.<sup>1</sup>

1 Bengt Dennis (1998, s. 154).

Citatet ovan illustrerar hur svenska beslutsfattare konfronterades med det makroekonomiska trilemmat (se kapitel 23), det vill säga svårigheten att kombinera en fast växelkurs med självständig inhemsk stabiliseringspolitik i en värld med internationell kapitalrörlighet. Analysen av den svenska finanskrisen sammanfattas i ruta 26.5.

## De internationella finanskriserna under 1990-talet

1990-talet blev ett årtionde med spektakulära finans- och valutakriser i världsekonomin. De mest omfattande kriserna sammanfattas i tabell 26.2 som börjar med de finska och svenska valutakriserna hösten 1992. Dessa kriser föregick den europeiska valutakollapsen 1992–1993 vilken slog sönder det dåvarande europeiska valutasamarbetet, det så kallade ERM-systemet, under sommaren 1993. Sedan följde en kris i Mexiko 1994–1995, i Asien sommaren 1997, i Ryssland i augusti 1998, i Brasilien i januari 1999, i Turkiet på våren 2001 och i Argentina under 2002. De akuta kriserna hävdades i samtliga fall genom att en rörlig växelkurs ersatte en fast växelkurs.

Dessa valutakriser, vilka som regel också omfattade bankkriser, hade en benägenhet att sprida sig. När den fasta växelkursen i ett land utsattes för spekulativa attacker, spred sig snabbt oron till grannländer eller länder som uppfattades befinna sig i ett snarligt ekonomiskt läge. Förteckningen i tabell 26.2 är inte fullständig. Valutan i några länder utsattes för spekulativa attacker utan att detta medförde att den fasta kursen övergavs. Några av de länder som infört så kallade sedelfonder, har hittills "klarat" sig (se ruta 22.1). Samtliga kriser i tabell 26.2 har varit nära kopplade till den finansiella sektorn. De har börjat som valutakriser och/eller inhemska bankkriser men i många fall utvecklats till allvarliga nedgångar i den reala ekonomin. De har också fått långtgående politiska effekter: i vissa fall har de störtat den politiska ledningen.

Varför blev 1990-talet så krisrikt? Finns det en gemensam nämnare – en drivande orsak – bakom kriserna i tabell 26.2? Svaret på frågan bör bli jakande. De länder som drabbats av kriser har i stort sett i samtliga fall haft ett växelkurssystem som varit grundat på en fast med justerbar växelkurs (*pegged but adjustable rate*). Växelkursen har till synes varit fast men centralbanken har haft möjligheten att ändra växelkursen när så funnits lämpligt.

Tabell 26.2 Större finans- och valutakriser 1992–2002.

Finland, Storbritannien, Sverige m.fl. länder	Hösten 1992
Europa (ERM-länderna)	Juli 1993
Mexico	December 1995
Asien (Thailand, Indonesien, Sydkorea, m.fl.)	Sommaren 1997
Ryssland	Augusti 1998
Brasilien	Januari 1999
Turkiet	Maj 2001
Argentina	2002