

SVENSKT I FINLAND – FINSKT I SVERIGE III

# FRÅN OLIKA TILL JÄMLIKA

*Finlands och Sveriges ekonomier på 1900-talet*

*Redaktörer Juhana Aunesluoma och Susanna Fellman*

Svenska litteratursällskapet i Finland  
Helsingfors 2006

Thomas Hagberg, Lars Jonung, Jaakko Kiander & Pentti Vartia

## DEN STORA EKONOMISKA KRISEN I FINLAND OCH SVERIGE

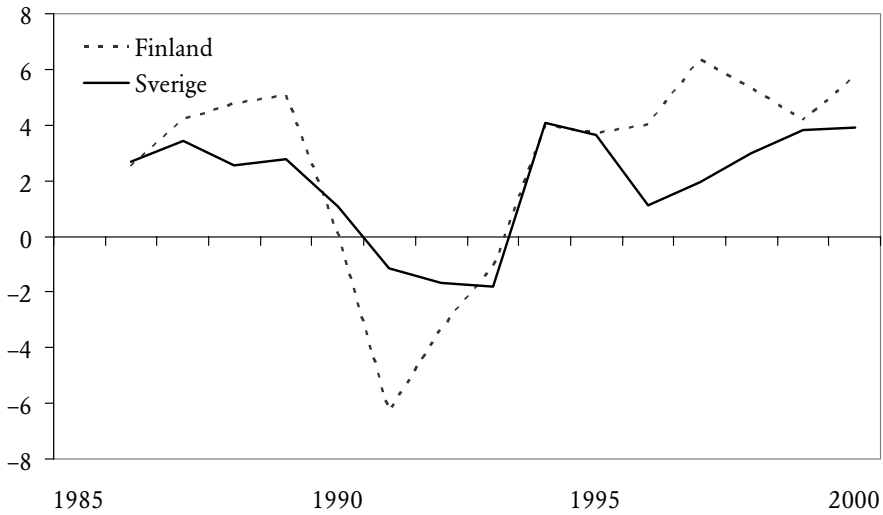
Uppgången, fallet och återhämtningen 1985–2000<sup>1</sup>

I början av 1990-talet drabbades Västeuropa av en kraftig lågkonjunktur. Den karaktäriserades av höga och stigande realräntor vars ursprung låg i den tyska penningpolitiken. Dessa spreds inom Europa genom det europeiska systemet med fasta växelkurser ERM (Exchange Rate Mechanism). Lågkonjunkturen kulminerade i en serie valutakriser i Europa under hösten 1992 och sommaren 1993, den så kallade ERM-krisen.

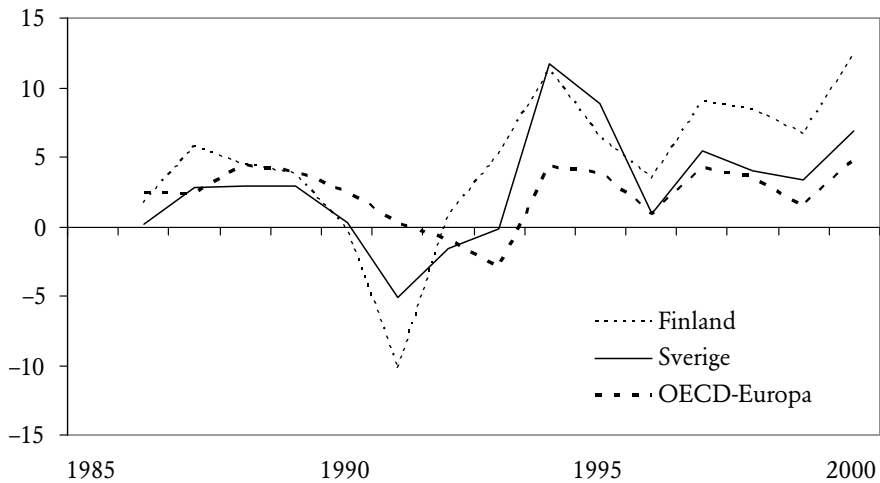
Den europeiska lågkonjunkturen var som svårast i den norra periferin, det vill säga i Finland och Sverige. Den finska och den svenska ekonomin gled in i en exceptionellt djup ekonomisk kris – en depression – med fallande produktion och sysselsättning under flera år. Krisens omfattning kan belysas på flera sätt. Av Figur 1 framgår att den samlade produktionen, mätt med BNP, föll kraftigt. Tillväxttakten var i bägge länderna negativ under åren 1991–1993. Nedgången kom samtidigt men blev klart kraftigare i Finland än i Sverige.

Samma bild framgår av förändringen i industriproduktionen i Figur 2. Nedgången i industriproduktionen blev djupare i början av 1990-talet än i OECD-Europa. Fallet dämpades under 1993 och vändes till en snabbare uppgång än i OECD-Europa under 1993–1995. Industriproduktionen visar som väntat en större volatilitet än nationalinkomsten. Den föll och steg mer än nationalinkomsten under och efter krisen.

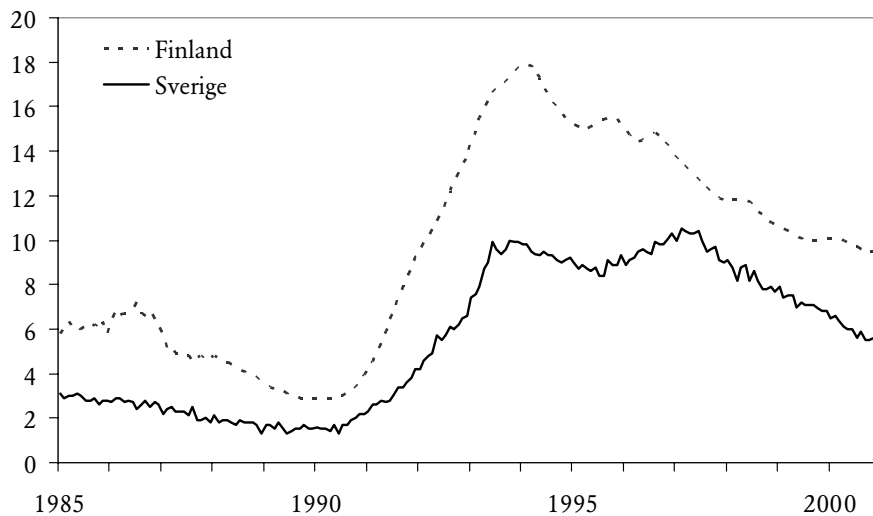
Den öppna arbetslösheten i Figur 3 återspeglar krisförloppet. I bägge länderna rusade den i höjden på ett dramatiskt sätt – utan någon motsvarighet tidigare under efterkrigstiden. I Finland steg den från en nivå mellan 3 och 4 procent under 1989–1991 till ett läge kring 18 procent i början av 1994. Sedan sjönk den långsamt till under 9 procent vid sekelskiftet. I Sverige följde arbetslösheten ett liknande mönster: från en rekordlåg nivå kring 2 procent 1990 till omkring 10 procent 1993–1994. På denna plåtå låg den kvar till 1997 då den började sjunka.



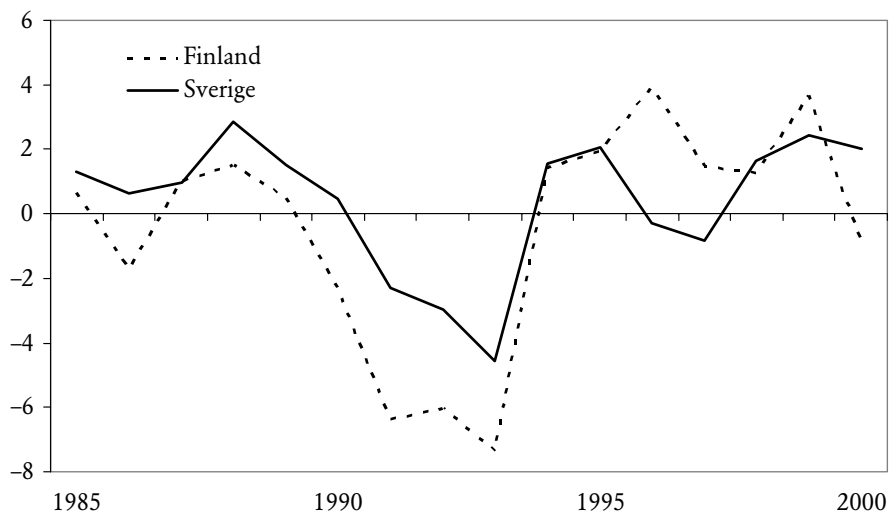
Figur 1. BNP i Finland och Sverige 1985–2000. Årlig procentuell förändring.



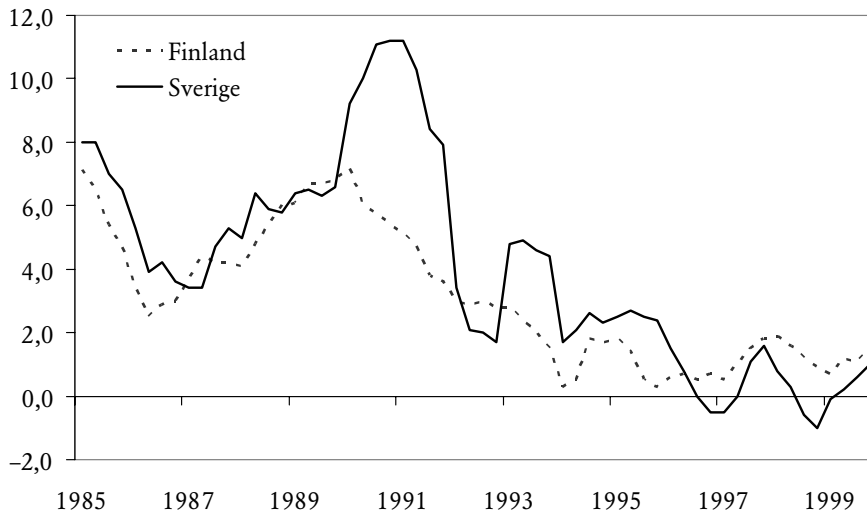
Figur 2. Industriproduktionen i Finland, Sverige och OECD-Europa 1985–2000. Årlig procentuell förändring.



Figur 3. Arbetslösheten i Finland och Sverige 1985–2000. Procent.



Figur 4. Antal arbetade timmar i Finland och Sverige 1985–2000. Årlig procentuell förändring.



Figur 5. Inflationstakten i Finland och Sverige 1985–2000. Årlig procentuell förändring.

Ändringen i antalet arbetade timmar (Figur 4) är en annan viktig konjunkturindikator som belyser krisen. Även här är fallet i ekonomisk aktivitet långvarigt. Det pågick under tre år, 1991–1993. Samvariationen mellan Finland och Sverige är hög. Här liksom i figurerna 1–3 framstår depressionen som djupare i Finland än i Sverige.

Depressionen bidrog till att pressa ned inflationstakten kraftigt i båda länderna. Under flera år upplevde Finland och Sverige en fallande inflationstakt, desinflation, enligt Figur 5, som återger förändringen i konsumentprisindex under perioden 1985–2000. Processen var utdragen. Den pågick från slutet av 1980-talet till slutet av 1990-talet, men var som intensivast under krisåren. Under några månader i slutet av 1990-talet var prisnivån till och med fallande i Sverige. Desinflationen övergick till deflation. 1990-talskrisen markerar övergången från en stabiliseringspolitisk regim kännetecknad av hög inflation till en regim med låg inflation. Den låga inflationstakten i början av 2000-talet bör betraktas som ett resultat av krisen.

Omfattning på 1990-talskrisen kan belysas genom att jämföra den med tidigare kriser. Tabell 1 visar produktionsförlusten mätt som bortfallet i nationalinkomsten under de djupaste ekonomiska kriserna i Finland och Sverige under de senaste 130 åren. Tabell 1, som täcker den period för

*Tabell 1.* Produktionsförlusten under de djupaste kriserna i Finland och Sverige

Krisår	Finland	Sverige
1877–1878	24,2	11,3
1907–1908	ingen kris	11,2
1920-talskrisen (1921)	ingen kris	9,6
1930-talskrisen	24,3	17,7
OPEC I (1976–1978)	18,7	9,9
OPEC II (1980–1982)	ingen kris	1,9
1990-talskrisen	26,4	13,0
Första världskriget	57,8*	21,2
Andra världskriget	32,4	25,6

\* Inklusivt inbördeskriget

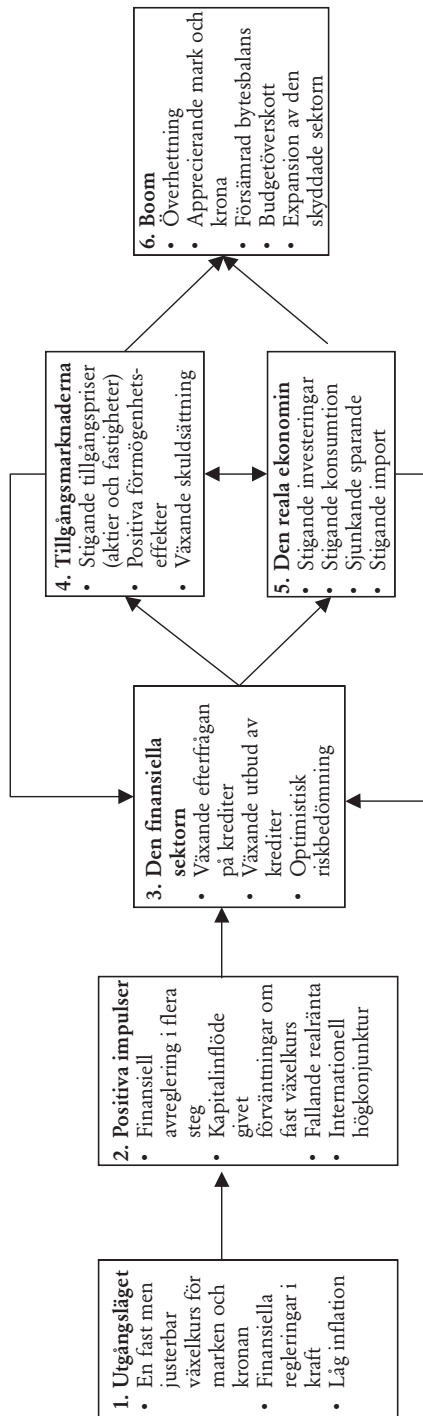
*Källa:* Hagberg & Jonung (2006)

vilken god ekonomisk statistik finns tillgänglig, visar att 1990-talets lågkonjunktur i Finland blev den djupaste i fredstid under hela 1900-talet. I Sverige var 1990-talskrisen den näst djupaste krisen under fredstid. Endast 1930-talskrisen uppvisar en större produktionsförlust i Sverige, men 1990-talskrisen varade längre än någon annan ekonomisk kris i svensk modern historia.<sup>2</sup> I bägge länderna bidrog världskrigen till de största bortfallen i produktion. Detta var i synnerhet fallet i Finland under det första världskriget.<sup>3</sup>

Syftet med denna artikel är att analysera den makroekonomiska utvecklingen i Finland och Sverige före, under och efter krisen i början på 1990-talet.<sup>4</sup> Perspektivet är komparativt på så vis att vi jämför utvecklingen i länderna löpande.<sup>5</sup>

## DEN ANALYTISKA RAMEN

Hur kunde de finska och svenska ekonomierna hamna i en så omfattande och långvarig stagnation? Varför tillät de ansvariga för den ekonomiska politiken detta förlopp? Svaret måste sökas i gemensamma drivkrafter, såväl inhemska som internationella, bakom det exceptionella djupet i kriserna i de båda länderna.



Figur 6. Boomfasen i Finland och Sverige 1985–1990. En principskiss.

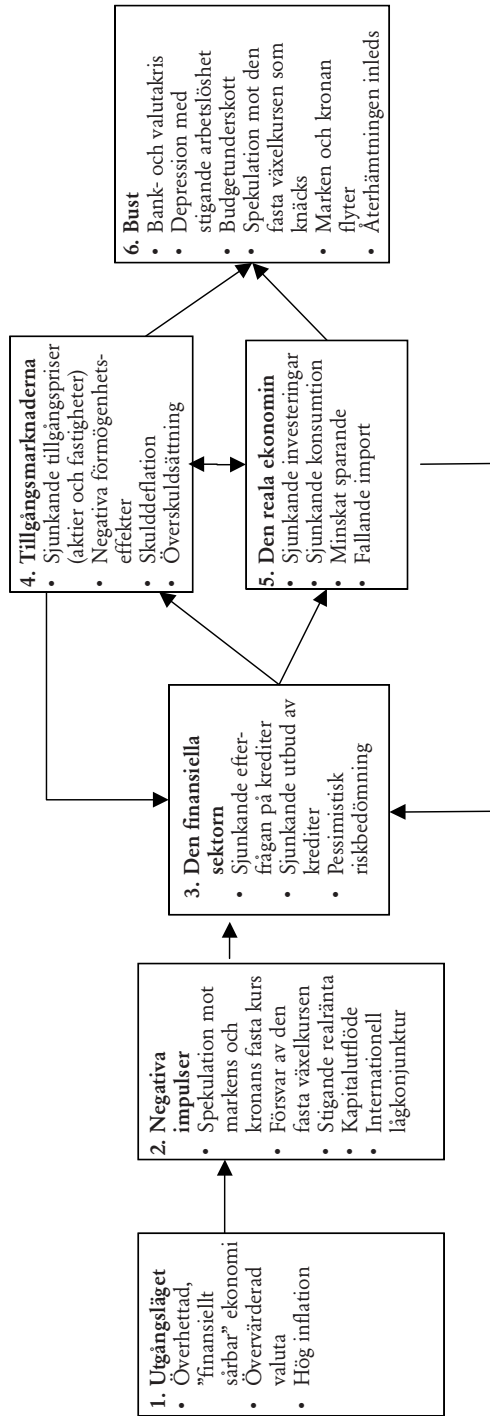
Det finns ingen allmänt accepterad teori för kriser i den nationalekonomiska forskningen.<sup>6</sup> Vi behöver emellertid en analytisk ram för att organisera vår studie. Givet vår kunskap om de faktiska makroekonomiska händelserna i Finland och Sverige finner vi det konstruktivt att se på krisen med utgångspunkt från den tolkning som vuxit fram i analysen av 1990-talets valuta- och finanskriser. Den finska och den svenska krisen i början på årtiondet bör nämligen ses som en föregångare till kriserna i Asien och Latinamerika senare under 1990-talet. Krisförloppet i de två ”mogna” ekonomierna i Nordeuropa liknar, som framgår av Kokko och Suzuki i denna volym, förloppen under de efterföljande kriserna i Asien och Latinamerika.<sup>7</sup> Likheterna är tillräckligt stora för att inbjuda till en gemensam analysram.

Forskningen har identifierat vissa centrala och gemensamma inslag i 1990-talets valuta- och finanskriser.<sup>8</sup> Dessa sammanfattas schematiskt i Figur 6, som beskriver expansionsfasen eller högkonjunkturen (boom-fasen), samt i Figur 7, som sammanfattar kontraktionsfasen eller krisen (bust-fasen).

Utgångsläget i Figur 6 är ett land som upprätthåller fast växelkurs och har omfattande finansiella regleringar av kredit- och kapitalflödena inom landet och över dess gränser, ofta med kontroll över nivån på räntan. Den hålls under det läge som en fri räntebildning skulle ha åstadkommit. Processen börjar med att de finansiella marknaderna avregleras. Detta leder till ett inflöde av kapital för att finansiera inhemska investeringar och inhemsk konsumtion – vilka tidigare hållits tillbaka av gällande regleringar. Kreditvolymen ökar snabbt, driven av växande efterfrågan på och utbud av kapital. Så länge som utvecklingen framstår som uthållig, är kapitalflödet positivt och förstärker den inhemska tillväxten, investeringarna och konsumtionen.

Kombinationen av intern och extern finansiell avreglering med fast växelkurs gör att en finansiell bubbla med hög inflation och höga inflationsförväntningar blåses upp, i synnerhet på tillgångsmarknader som aktie- och fastighetsmarknaden. Realräntan, det vill säga den nominella räntan korrigerad för förväntad inflation, blir låg eller negativ, vilket driver upp tillgångspriserna (priserna på aktier, bostäder och fastigheter). De växande tillgångspriserna skapar positiva förmögenhetseffekter, vilka i sin tur leder till växande efterfrågan. Hushållens och företagets balansräkningar ”blåses upp”. Konsumtionen och investeringarna stiger samtidigt som det inhemska sparandet sjunker.





Figur 7. Bustfasen i Finland och Sverige 1990–1993. En principskiss.

Utvecklingen har starka självförstärkande mekanismer, vilket framgår av kopplingarna mellan de olika sektorerna i Figur 6. I denna expansionsfas betraktar placerare den fasta växelkursen som oåterkallelig fast. Tron på den fasta växelkursen blir därmed den centrala förutsättningen för tillkomsten av den finansiella obalansen.

Sedan inträffar någon typ av störning som snabbt förändrar placerarnas syn på landet i fråga. Se Figur 7 som sammanfattar mekanismerna bakom krisfasen. Kapitalflödet vänder. Kreditexpansionen bryts. Spekulation mot den fasta växelkursen börjar. Den inhemska reaktionen blir att söka stoppa kapitalutflödet och attrahera kapitalimport med hjälp av höjda räntor, något som förvärrar det ekonomiska läget ytterligare. Realräntan stiger raskt, vilket skapar kris i det inhemska banksystemet. Tidigare säkra lån framstår som allt mer osäkra. Den finansiella bubblan, som blåsts upp av kapitalimport och snabb kreditexpansion, spricker med konkurser, bankkriser, arbetslöshet och ekonomisk stagnation som följd. Krisen kan beskrivas som en realräntekris eftersom omsvängningen i realräntan – från låg till hög nivå – är den grundläggande drivkraften bakom krisen.

Den inhemska finans- eller bankkrisen förstärker spekulatjonen mot den fasta växelkursen, som nu uppfattas som allt mindre trovärdig. Ju hårdare centralbanken försvarar den fasta kursen med höga räntor, desto djupare blir den inhemska krisen och desto större blir risken att försvaret misslyckas. Motsättningen mellan externa och interna mål skärps. Förr eller senare leder processen till att centralbanken tvingas överge den fasta kursen och därmed acceptera en flytande växelkurs. Övergången till en flytande kurs medför en kraftig depreciering av valutans externa värde. Den korta räntan kan sänkas eftersom försvaret av den fasta växelkursen upphört. När det inhemska realränteläget sjunker, tas det första steget mot en återhämtning. Krisen ebbar långsamt ut.

Det schematiska förloppet i Figur 6 och 7 passar väl för att analysera den finska och den svenska krisens drivkrafter i mer detalj. I utgångsläget, före början på boomen, hade både Finland och Sverige fast växelkurs och reglerade kapitalmarknader. Bägge länderna påbörjade en finansiell liberalisering under 1980-talet, och den öppnade dörren för snabb kreditexpansion, för låga realräntor, för kapitalimport, för underskott i utrikeshandeln och för uppkomsten av tillgångsbubblor under senare hälften av årtiondet. Då upplevde såväl Finland som Sverige kraftig högkonjunktur, samtidigt som de hade full sysselsättning eller rentav brist på arbetskraft –

till skillnad från sysselsättningsläget i flertalet västeuropeiska länder. Ett iögonfallande gemensamt inslag i boomen var den spektakulära stegringen av tillgångspriserna, i synnerhet priserna på kommersiella fastigheter.

När realräntan sedan steg snabbt 1990–1991, förbyttes boomen till bust. Överhettningen övergick till kris. Tillgångspriserna kollapsade och det finansiella systemet utsattes för stora påfrestningar. Produktionen och sysselsättningen sjönk och budgetunderskottet steg kraftigt. Både den finska marken och den svenska kronan utsattes för spekulationsattacker. Dessa tvingade till slut såväl Finland som Sverige att överge den fasta växelkursen och övergå till flytande under hösten 1992. Den kraftiga depreciering som följde med detta steg blev startskottet för återhämtningen.

Boom–bust-förloppet i Figur 6 och 7 framhäver samspelet mellan växelkurspolitik, realränta och det finansiella systemet. 90-talskrisen framstår förvisso som unik jämfört med tidigare lågkonjunkturer under efterkrigstiden i Finland och Sverige, men den är inte unik jämfört med finansiella kriser i andra länder under 1990-talet. Denna likhet mellan länder som genomgått finansiella kriser – ibland betecknade som ”bubbeekonomier” – ger gott stöd för uppfattningen att den finska och den svenska 90-talskrisen bör analyseras som främst en finansiell kris. Den har förvisso många dimensioner: den omfattar obalanser såväl inom det finansiella systemet (”bankkrisen”) som på valutamarknaden (”valutakrisen”). Den sistnämnda krisen manifesterades i samband med spekulativa attacker mot markens och kronans fasta växelkurser. Alternativt kan krisen rubriceras som en realräntekris. Den kraftiga uppgången i realräntan var nämligen ett centralt inslag i depressionen i båda länderna.

Analysen av den ekonomiska krisen i Finland och Sverige här ovan har betydande likheter med den amerikanske nationalekonomen Irving Fishers analys av 1930-talets depression i USA. Fisher poängterade den centrala roll som förändringar i den privata sektorns balansräkning kan spela i det makroekonomiska förloppet: ”In the great booms and depressions... [there have been] two dominant factors, namely over-indebtedness to start with and deflation following soon after.”<sup>9</sup> Först har hushåll och företag dragit på sig stora skulder, en överskuldssättning, under den högkonjunktur som föregått krisen. Sedan, när krisen brutit ut, blir den förenad med deflation, vilket får förödande konsekvenser för de skuldsatta förmögenheter. De hamnar i en skuldeflation (*debt deflation*).

Begreppet skuldeflation myntades av Irving Fisher. Han beskrev skuldeflation som en process där de skuldsatta blir överskuldssatta när

deras faktiska inkomster blir lägre än förväntat och den faktiska realräntan högre än väntat. Överskuldssatta hushåll och företag, vilka möter stigande likviditetsproblem, tvingas att sälja av sina tillgångar, vilket får tillgångspriserna att falla. Fallet i tillgångspriserna får till följd att hushållens nettoförmögenheter sjunker. Det nominella värdet av deras skulder till bankerna och andra finansinstitutioner förblir nämligen oförändrat. Fallande tillgångspriser underminerar belåningsvärdena, vilket leder till fortsatt utförsäljning av tillgångar.

Processen blir kumulativ och självförstärkande: ju större fall i tillgångspriserna, desto större blir säljtrycket från belånade tillgångar. Fischer sammanfattade processen på följande sätt: "Then we have the great paradox which, I submit, is the chief secret of most, if not all, great depressions: The more the debtors pay, the more they owe." Ju mer skuldssatta hushåll och företag försöker sälja av sina tillgångar, desto fattigare blir de.<sup>10</sup> Konkurer, kreditförluster och till slut kris i hela det finansiella systemet, med både likviditets- och solvensproblem, är centrala delar i skuldeflationsprocessen. Processens inneboende dynamik har negativa effekter på hela samhällsekonomin. Från det finansiella systemet sprider sig krisen till produktionen och sysselsättningen.

Skuldssatta hushåll och företag i Finland och Sverige hamnade i början av 1990-talet i en situation som liknar den som Fisher beskrev för 1930-talets USA. När de försökte förbättra sin finansiella position genom att minska sina utgifter (konsumtion och investeringar) och sälja sina tillgångar, påverkades hela samhällsekonomin. När priser på aktier och fastigheter sjönk, tvingades många hushåll och företag med inledningsvis starka balansräkningar att öka sitt sparande och minska sin konsumtion och sina investeringar, vilket drev på krisförloppet.

Fisher studerade skuldeflationsprocessen i USA under 1930-talets början, när konsument- och partipriser såväl som tillgångspriser föll. Utöver en kollaps av tillgångspriserna sjönk hela prisnivån med ungefär en tredjedel i USA. Finlands och Sveriges erfarenheter under det tidiga 1990-talet visar att en skuldeflationsprocess är möjlig även om konsumentpriserna inte faller eller till och med stiger en aning, vilket var fallet i både Finland och Sverige. Inflationstakten mätt med konsumentprisindex gick ner under krisen. Finsk och svensk ekonomi genomgick således en desinflationsprocess, men inte någon deflation, under dessa år.<sup>11</sup>

Här vill vi poängtera en viktig aspekt som saknas i Fishers ursprungliga analys, nämligen den öppna ekonomin och växelkursen. Fisher analysera-

de utvecklingen i USA under 1930-talet, i en ekonomi som bör klassificeras som slutet. Finland och Sverige är små öppna ekonomier. Så snart Finland och Sverige lät marken respektive kronan flyta, upphörde de deflationistiska krafterna. Deprecieringen av den finska marken och den svenska kronan bröt den begynnande deflationen och tillät ett fall i realräntan. En motsvarande depreciering av valutan inträffade i USA först när USA lämnade guldmyntfoten 1933. Detta steg blev början på återhämtningen i den amerikanska ekonomin.

## STABILISERINGSPOLITIKEN FÖRE DEN FINANSIELLA AVREGLERINGEN

Den ekonomisk-politiska reaktionen i Finland och Sverige under åren 1985–2000 måste ses mot bakgrund av den ekonomiska politik och de institutioner som utvecklades under decennierna efter andra världskriget. De båda länderna bedrev i stora drag samma typ av ekonomisk politik under efterkrigstiden. Bägge var medlemmar i Bretton Woods-systemet, vilket var baserat på fasta växelkurser gentemot den amerikanska dollarn (se Tabell 2 för en beskrivning av valutaregimerna för Finland och Sverige). Finland anslöt sig formellt till Internationella valutafonden IMF under 1948 och Sverige 1951. Växelkursen sattes då till 5,17 kronor för dollarn. Riksbanken höll denna kurs i 20 år. Finland valde däremot att devalvera marken 1957 och 1967 (se Tabell 3).

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

Med stöd av valutaregleringen fick centralbankerna – trots den fasta växelkursen – möjlighet att i viss utsträckning bedriva kontracyklisk penningpolitik. Medlen bestod av ett väl utvecklat system av regleringar av såväl formell som informell karaktär. Här bestämde centralbankerna pri-

Tabell 2. Växelkursregimer i Finland och Sverige under efterkrigstiden

	Bretton Woods-systemet	Fast men justerbar växelkurs	Fast växelkurs (Ecu-peg)	Flytande växelkurs	ERM	Medlemskap i euro-området
Finland (FIM)	1948–1972	1972–1991	1991–1992	1992–1996	1996–1999	1999–
Sverige (SEK)	1951–1972	1972–1991	1991–1992	1992–		

Tabell 3. Större devalveringar i Finland och Sverige under efterkrigstiden

	1957	1967	1977–1978	1981–1982	1991	1992
Finland	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Depreciering och flytande FIM
Sverige	Nej	Nej	Ja	Ja	Nej	Depreciering och flytande SEK

set, det vill säga räntan, samt fördelningen av och storleken på kapitalströmmarna i de båda ländernas ekonomi. De sektorer och företag som de politiskt ansvariga prioriterade subventionerades genom penningpolitiken med låga räntor och god tillgång till kapital. Finansiell verksamhet i form av ut- och inlåning var i det närmaste helt riskfri. Hushåll och företag eftersträvade all kredit de kunde få eftersom räntan hölls låg och skattesystemet tillät generösa avdrag för räntekostnader. Den privata sektorn befann sig i ett permanent tillstånd av likviditetsransonering.

De internationella finansmarknaderna växte med tiden i styrka och gjorde det möjligt att spekulera mot de växelkurser som uppfattades som ohållbara. Detta bidrog till att Bretton Woods-systemet bröt samman i början av 1970-talet. Finland och Sverige övergick då till en stabiliseringspolitisk regim, där målet full sysselsättning dominerade över andra mål. Skälet var den starka politiska ställning som fackföreningsrörelsen och därmed centrala avtalsförhandlingar hade i såväl Finland som Sverige. Bägge länderna hade och har fortfarande en av de högsta andelarna fackligt anslutna bland OECD-länderna. I stort sett alla löner omfattades av kollektivavtal. Avtalsrörelserna byggde till stor del på en samarbetsanda mellan arbetsgivarna och de centrala fackliga organisationerna, där ramavtal träffades centralt för ett eller två år. Därpå följde löneförhandlingar på fackförbunds nivå, utgående från det centrala ramavtalet.

Målet att upprätthålla full sysselsättning i en värld som drabbades av två oljeprischocker, OPEC I (1973–1974) och OPEC II (1979–1980), bidrog till en ackommoderande politik. Ackommodationspolitiken innebar att den totala efterfrågan spädades på med expansiv finans- och penningpolitik i syfte att hindra en uppgång i arbetslösheten – mer eller mindre oberoende av vilken typ av störning som drabbade finsk och svensk ekonomi. Resultatet blev, förutom internationellt sett låg arbetslöshet, hög inflationstakt i förhållande till den tyska, stora budgetunderskott, växande statskuld samt ett flertal devalveringar under perioden 1976–1982. Devalveringar blev under dessa år ett markant inslag i Finlands och Sveriges stabiliseringspolitik (Tabell 3). De skapade den reallöneflexibilitet som var nödvändig för att upprätthålla full sysselsättning under 1970-talet och det tidiga 1980-talet.<sup>12</sup>

Devalveringspolitiken nådde ett crescendo i samband med den andra oljeprischocken i slutet av 1970-talet. Den borgerliga regeringen i Sverige devalverade med 10 procent i september 1981. Omedelbart efter valet 1982, då det socialdemokratiska partiet återkom i regeringsställning, ge-

nomfördes en offensiv devalvering på 16 procent. Ursprungligen var den tänkt till hela 20 procent. Tanken med denna åtgärd var att Sverige skulle vinna en konkurrensfördel under några år framåt. Sedan skulle devalveringsvägen vara stängd – enligt den politiska retoriken. Finland såg sig tvunget att följa de svenska devalveringarna i syfte att värna om sin skogsindustri, som konkurrerade på samma marknader som den svenska.

Ett mönster av devalveringscykler utvecklades i de båda länderna. När ekonomin ställdes inför en kostnadskris med växande arbetslöshet, blev devalvering den närmaste utvägen. Devalveringar användes som det främsta ekonomisk-politiska medlet för att upprätthålla sysselsättningen och den inhemska produktionen i samband med oljekriserna på 1970- och i början av 1980-talet. Över tiden växte dock insikten att devalveringarna inte fungerade som medel för att skapa en långsiktigt stabil utveckling. Detta banade väg för en övergång till en låginflationspolitik baserad på en fast växelkurs i Finland och Sverige.

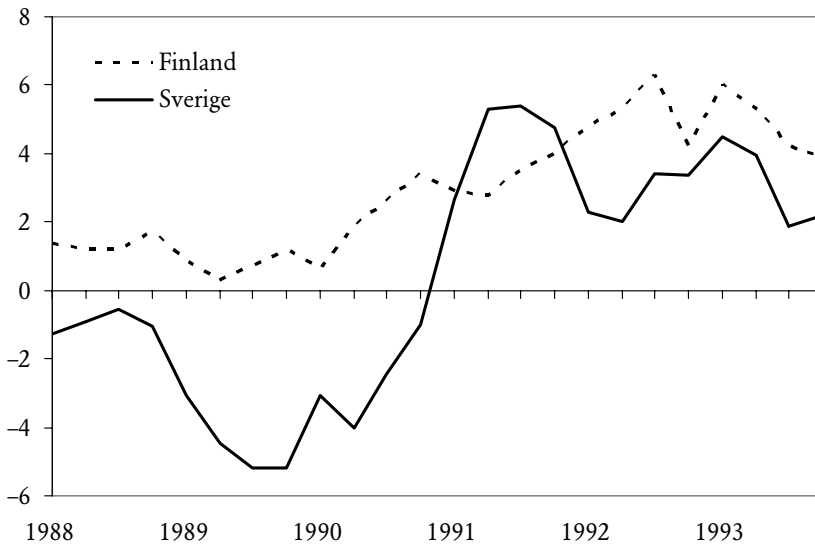
Under 1980-talet låg arbetslösheten betydligt lägre i Sverige och Finland än i de dåvarande EG-länderna. Den var 3,8 procent i Finland och 1,5 procent i Sverige år 1989. Aktiv arbetsmarknadspolitik användes i båda länderna för att eliminera långtidsarbetslösheten.<sup>13</sup> Sysselsättningen växte kontinuerligt under efterkrigstiden, mest inom den offentliga sektorn, i synnerhet i Sverige. Av detta följde höga marginalsatser och ett högt genomsnittligt skattetryck.

Före 1990-talets kris framstod Finland och Sverige som små, rika och korporativistiska välfärdsstater, till synes immuna mot den höga arbetslöshet som rådde i stora delar av det övriga Västeuropa. I mitten av 1980-talet karaktäriserades deras ekonomier av reglerade kapitalmarknader, höga skatter, stor offentlig sektor, centraliserade löneförhandlingar och låg arbetslöshet. Både Sverige och Finland uppfattades av många som framgångsrika modeller för ekonomisk politik.

## VÄGEN TILL KRISEN: FINANSIELL AVREGLERING OCH ÖVERHETTNING 1985–90

Under den senare hälften av 1980-talet gick finsk och svensk ekonomi in i en stark högkonjunktur. I detta avsnitt studerar vi denna uppgångsfas, som bäddade för krisen på 1990-talet. Vi granskar först utvecklingen i Finland och sedan i Sverige. Därefter försöker vi identifiera gemensamma drag i det ekonomiska förloppet. Samma ansats väljer vi i de följande





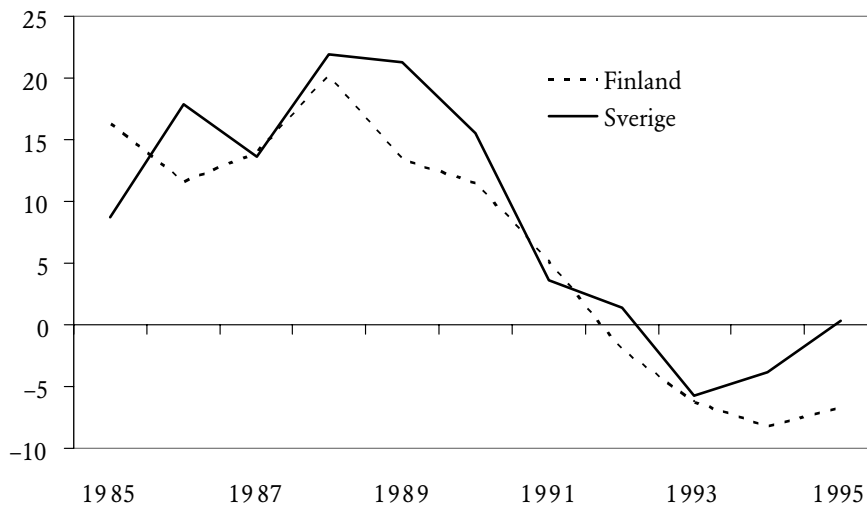
Figur 8. Realräntan ex post i Finland och Sverige 1988–1993. Procent.  
*Anmärkning:* Realräntan ex post (faktisk realränta) efter skatt är beräknad enligt:  
 $(1 - \text{skattesats på kapital}) \cdot \text{nominell ränta} - \text{faktisk inflation}$ .

avsnitten om krisen 1990–93 och om återhämtningen 1993–2000. Se också Figur 6 och 7 samt Tabell 4 och 5 för en sammanfattning av det makroekonomiska förloppet 1985–2000.

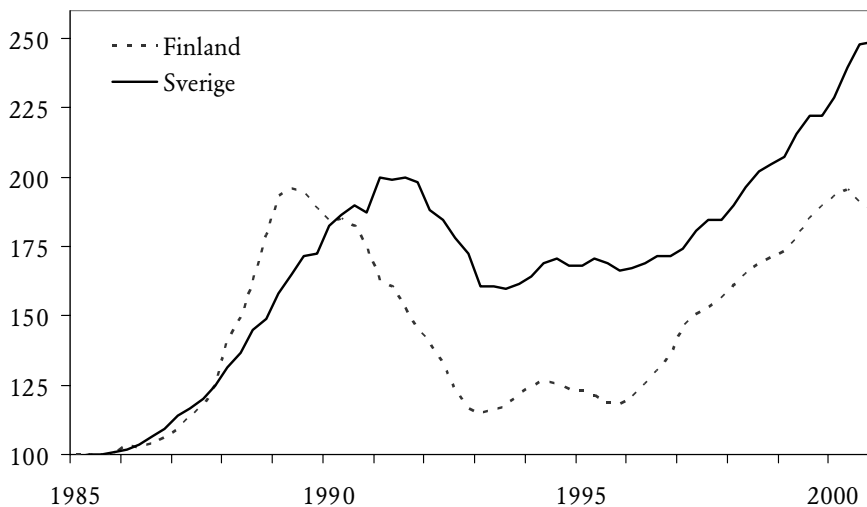
#### *Högkonjunkturen i Finland: den ekonomiska utvecklingen*

Krisen i Finland under början av 1990-talet föregicks, som påpekats ovan, av en process där finansmarknaderna avreglerades. Liberaliseringen genomfördes gradvis.<sup>14</sup> Den startade i mitten av 1970-talet, när en penningmarknad växte fram. Finlands Bank överlät valutahandeln till bankerna under 1980, vilket ökade de kortsiktiga kapitalströmmarna.<sup>15</sup> Vid mitten av 1980-talet avreglerades bankernas utlåningsräntor och företag tilläts att uppta långfristiga lån i utlandet. Finlands Banks beslut att börja med öppna marknadsoperationer 1987 bidrog till framväxten av en modern finansmarknad.

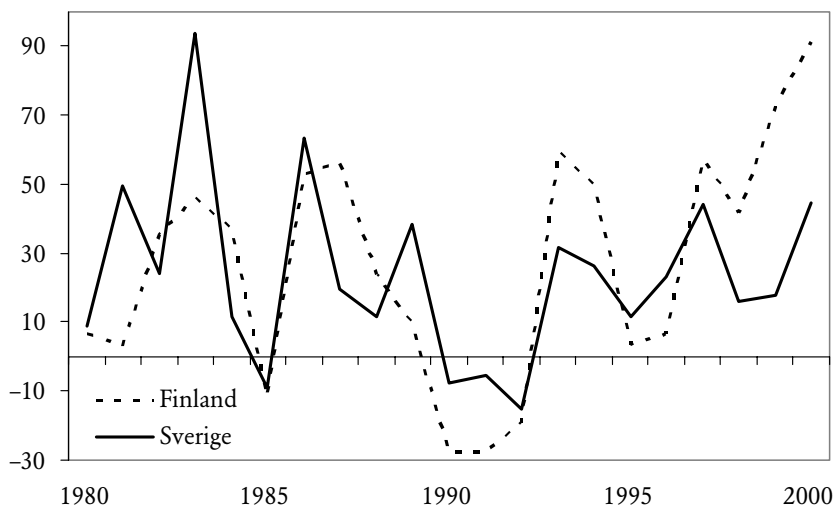
Under den långa perioden under efterkrigstiden med reglerade finansmarknader kunde Finlands Bank kontrollera utlåningen eftersom banker-



Figur 9. Kreditvolymen i Finland och Sverige 1985–1995. Årlig procentuell förändring.



Figur 10. Huspriser i Finland och Sverige 1985–2000. 1985 = 100.



Figur 11. Aktieindex i Finland och Sverige 1980–2000. Årlig procentuell förändring.

na, som inte hade tillgång till någon internationell kapitalmarknad, var skuldsatta i centralbanken.<sup>16</sup> Då realräntan efter skatt vanligtvis var låg, fanns en permanent överskottsefterfrågan på krediter (Figur 8). Genom sin kontroll över bankerna kunde Finlands Bank styra kreditutbudet till företag och hushåll. Privatpersoner eller företag kunde nekas lån även om tillräckliga säkerheter fanns för handen.

Systemet ändrades i grunden när kapitalmarknaden avreglerades och kontrollerna fasades ut. Resultatet blev en snabb ökning av kreditvolymen i den finska ekonomin när låntagare för första gången tilläts låna i stort sett så mycket de önskade (Figur 9). Hushåll och företag, som tidigare levt i en värld av kreditransonering, svarade med att öka sin skuldsättning rejält. Bankernas utlåning till hushållen och företagen dubblerades under 1980-talets andra hälft. De lån bankerna tillhandahöll i utländsk valuta steg dramatiskt. Inflödet av utländskt kapital ökade likviditeten i den finska ekonomin.

Expansionen av utbudet av krediter under den senare hälften av 1980-talet styrdes främst till privat konsumtion, i synnerhet till köp av kapitalvaror som bostäder, bilar och olika tillgångar. Ökningen i efterfrågan på bostäder, fastigheter och aktier medförde en kraftig stegring i priserna på dessa tillgångar (Figur 10 och 11). Från hösten 1985 till våren 1989 trefal-

Tabell 4. Real-BNP och dess komponenter i Finland och Sverige under uppgången, krisen och återhämtningen 1985–1998. Procentuell förändring under respektive fas

	Uppgången 1985–1990		Krisen 1990–1993		Återhämtningen 1993–1998	
	Finland	Sverige	Finland	Sverige	Finland	Sverige
Privat konsumtion	19,6	12,7	- 11,0	- 3,5	21,4	9,8
Offentlig konsumtion	17,5	7,8	- 6,6	2,9	12,1	0,6
Näringslivets brutto- investeringar	27,8	32,8	- 47,0	- 38,2	47,6	36,9
Export av varor och tjänster	10,2	16,1	19,3	7,6	61,6	68,8
Import av varor och tjänster	33,0	28,2	- 11,8	- 6,2	56,1	62,0
BNP till marknadspris	17,7	12,0	- 10,5	- 4,7	25,7	15,5

digades aktiepriserna medan bostadspriserna nästan dubblerades. Värdestegringen och förväntningar om fortsatt framtida värdestegring bidrog genom positiva förmögenhetseffekter till växande konsumtion. Dessutom möjliggjorde värdestegringen att hushållen kunde låna mer utan att känna sig överskuldssatta. Värdet av tillgångarna steg ju ofta snabbare än lånen. Viljan att skuldsätta sig var också hög på grund av den generösa avdragsrätten för låneräntor. Ökad skuldsättning blev på så sätt en väg att undvika hög inkomstskatt.

Även den reala ekonomin, särskilt byggsektorn, växte starkt. Den senare hälften av 1980-talet karaktäriserades av snabb tillväxt i BNP, i konsumtion, import och investeringar (Tabell 4). Finland framstod som en attraktiv ekonomi att investera i. Politiken med fast växelkurs stärkte investerarnas förtroende för landets ekonomi. Finansmarknadens aktörer uppfattade den som en implicit garanti för en orubbligt fast växelkurs.

Boomen satte också sina spår på arbetsmarknaden. Under de flesta åren under 1980-talet slöts kollektivavtal som resulterade i snabbt växande reallöner och kortare arbetstid. Den allmänna optimism som rådde

och den goda tillväxten i ekonomin mot slutet av årtiondet resulterade i brist på arbetskraft och stark löneinflation, bland annat genom betydande löneglidning. Arbetslösheten var nere kring 3–4 procent 1989 (Figur 3). Långtidsarbetslösheten var i stort sett eliminerad. Samtidigt steg lönerna med 10 procent.

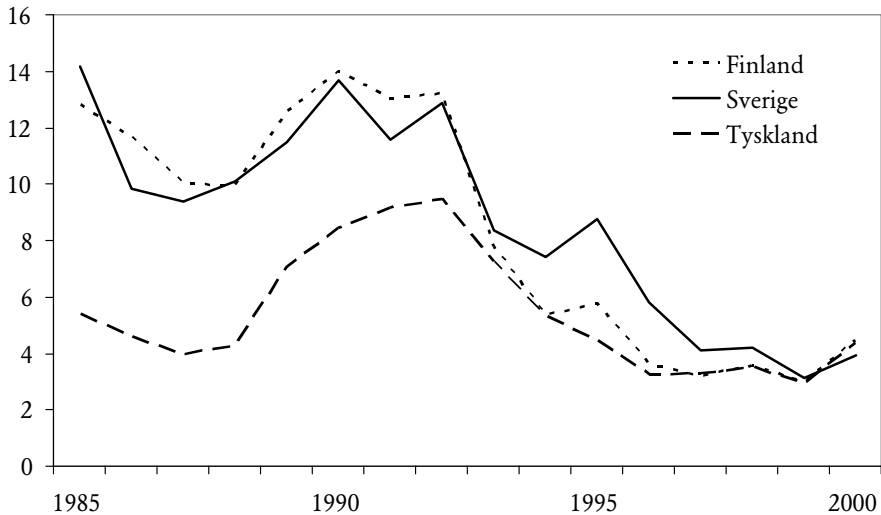
Som påpekats tidigare var stegringen i tillgångspriserna en betydelsefull faktor bakom kreditexpansionen. Uppgången skapade också en allmän optimism. Många hade intrycket av att tillgångspriserna hade skiftat till en permanent högre nivå. I viss mån var stegringen i aktiepriser också befogad då integrationen med de internationella kapitalmarknaderna höjde värdet på tidigare undervärderade finska aktier. I massmedierna porträtterades inte bara yuppiekulturen utan också börsuppgången, den nya aktiemarknaden och "kasinoekonomin" i positivt ljus. Finanstidningarna var fyllda med reportage om framgångsrika aktiespekulanter.

Avregleringen av finansmarknaderna underblåste strukturomvandlingen i finsk ekonomi via börser. Gamla ägarstrukturer utmanades av nya kapitalister. Den gentlemananda som tidigare hade rått mellan bankerna var som bortblåst i den nya kasinoekonomin. När aktiepriserna steg, köpte privata investerare, med finansiering från bankerna, en ansenlig andel i vissa företags aktier, som de försökte sälja med vinst till dem som var intresserade att öka sin röstandel i dessa företag. De mest kända affärerna, de så kallade Kouriaffärerna, inträffade under 1989.<sup>17</sup>

### *Högkonjunkturen i Finland: den ekonomiska politiken*

För att dämpa överhettningen försökte Finlands Bank höja räntan 1987–1989. Effekten blev blygsam, då inflödet av utländskt kapital motverkade den stramare penningpolitiken. Företag som tog lån i utländsk valuta insåg inte till fullo att den stora skillnaden mellan finska och utländska räntor var ett tecken på en valutarisk. Se här Figur 12 som visar differensen mellan den finska och den tyska räntenivån. I februari 1989 kom Finlands Bank och bankerna överens om att begränsa ökningen av utlåningen till 10–15 procent per år. Samtidigt höjdes den övre gränsen för bankernas reservkrav till 12 procent.

Det övergripande målet för Finlands Bank att hålla en fast växelkurs modifierades något när banken bestämde sig för att revalvera marken med fyra procent den 17 mars 1989. Regeringen och Finlands Bank rätt-

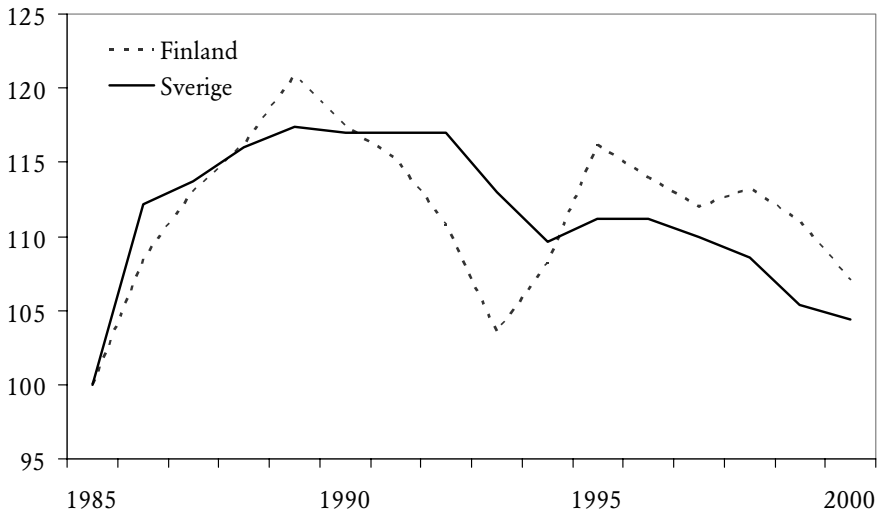


Figur 12. Tre månadersräntan i Finland, Sverige och Tyskland 1985–2000. Procent.

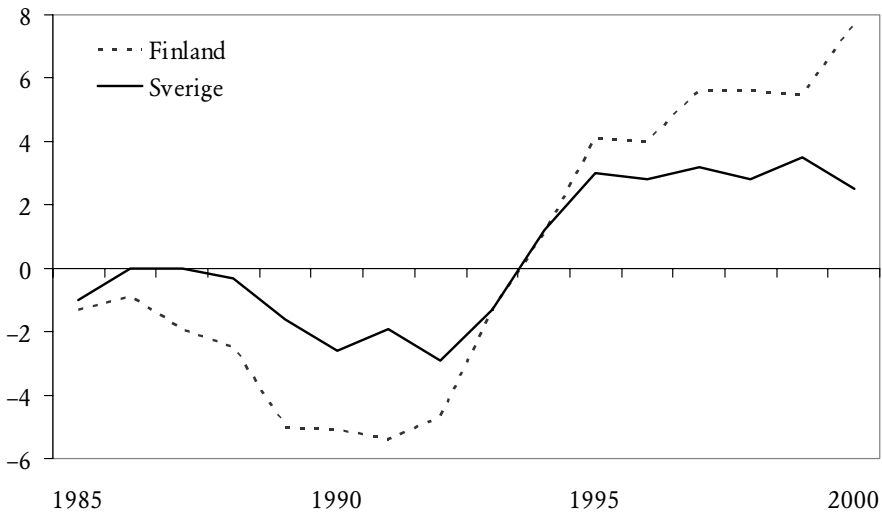
färdigade denna växelkursförändring med argumentet att den syftade till att dämpa inflationen. Enligt bankens chefdirektör Rolf Kullberg var ett av skälen bakom revalveringen att dämpa förväntningarna om en devalvering.<sup>18</sup> Revalveringen skapade utrymme för en höjning av de inhemska räntorna. Höjningen skulle motverka den överhettning som uppfattades som ett allvarligt problem.

Revalveringen var onekligen en innovativ åtgärd för att hejda överhettningen, men i efterhand kan man konstatera att den vidtogs för sent. De finska exportpriserna hade börjat stiga redan 1987. Denna positiva *terms of trade*-chock hade fört med sig stigande löner och stigande virkespriser (Figur 13). Revalveringen minskade kostnaderna för import och utlandsresor samt för lån i utländsk valuta. Växelkursförändringen förstärkte bytesbalansunderskottet och möttes därför med kritik. Det blev snart uppenbart att revalveringen förvärrade det ekonomiska läget (Figur 14). Revalveringen av marken gav den ekonomiska politiken trovärdighetsproblem, eftersom den inte var förenlig med fastkurspolitiken.

Devalveringsförväntningar existerade redan före revalveringen och försvann inte med denna. Den låga trovärdigheten för fastkurspolitiken visade sig snart på finansmarknaden i form av en ökad räntedifferens mellan finsk och tysk räntenivå (Figur 12). När utsikterna för den finska bytesba-



Figur 13. Finlands och Sveriges *terms of trade* 1985–2000. 1985 = 100.



Figur 14. Bytesbalansen för Finland och Sverige 1985–2000 mätt som andel av BNP. Procent.

lansen mörknade, steg räntorna kraftigt. Situationen förvärrades av en samtidig uppgång i den internationella räntenivån.

Eftersom målet att upprätthålla den fasta växelkursen begränsade handlingsutrymmet för penningpolitiken, kom ansvaret för stabiliseringspolitiken att alltmer vila på finanspolitiken. Åtgärderna inom finanspolitiken räckte dock inte till för att dämpa högkonjunkturen. Statsbudgeten uppvisade visserligen överskott under några år, men dessa härstammade från den exceptionellt snabba tillväxten i skattebasen. Den ekonomiska politiken under dessa år var inte så restriktiv att den kunde förhindra överhettningen och minska det växande underskottet i bytesbalansen.

Mot slutet av 1980-talet sänktes inkomstskatten, trots att det snarare skulle ha behövts en skattehöjning för att kyla av ekonomin. Målet med skattereformen var att skapa en bättre incitamentsstruktur. Den ursprungliga tanken var att skattesänkningen skulle finansieras genom vidgad skattebas. Strategin blev inte framgångsrik. En höjning av andra skatter ansågs inte nödvändig eftersom statsbudgeten visade överskott. Avdragsrätten för räntor på konsumtions- och bostadslån reducerades inte. Eftersom räntekostnaden var avdragsgill, bidrog detta till att driva på tillväxten i kreditvolymen.<sup>19</sup>

Det var dessutom svårt att bedriva en restriktiv finanspolitik i Finland i slutet av 1980-talet. För en ökning av de statliga utgifterna behövdes endast enkel majoritet i riksdagen, medan en utgiftssänkning krävde kvalificerad majoritet.<sup>20</sup> Statsministern Harri Holkeri, som insåg situationens allvar, försökte genomföra en mer restriktiv politik men det var för sent. Avregleringen, låga inhemska räntor och positiva förväntningar på ekonomins utveckling i den privata sektorn ledde till en massiv kreditexpansion under 1980-talets senare hälft.

Det ekonomiska rådet, ett diskussionsforum som leddes av statsministern, tog vid ett flertal tillfällen upp penning- och valutapolitiken till debatt. I rådet varnade vanligtvis tjänstemän från Finlands Bank för faran för överhettning och för underskottet i bytesbalansen. Dessa varningar fick ingen effekt på den förda politiken. I mars 1989 ledde den dåvarande generalsekreteraren för rådet, Seppo Leppänen, en diskussion om en rapport som blev känd under namnet "Finlands bytesbalansproblem". Skuldsättningsrisken beskrevs i ett krisscenario, där upplåningen och skuldsättningen snabbt blir okontrollerbara. Den finska ekonomin kunde under 1990-talet hamna i en period utmärkt av permanent låg tillväxt,



hög arbetslöshet, låg investeringstillväxt, stora budgetunderskott, bytesbalansunderskott och instabilitet på arbetsmarknaden. Scenariot togs inte på allvar.

Boomen upphörde kring 1990, när de höga räntorna och en försämrad *terms of trade* ledde till sjunkande vinster, ökat sparande och fallande tillgångspriser. Finsk ekonomi gled nu in i en djup valuta- och finanskris.

### *Högkonjunkturen i Sverige: den ekonomiska utvecklingen*

De omfattande regleringarna inom det svenska finansiella systemet luckrades upp under 1970- och 1980-talet. Strax efter riksdagsvalet 1985 avskaffade Riksbanksfullmäktige de kvantitativa kontroller som gällde för affärsbankernas utlåning. Denna åtgärd, den så kallade novemberrevolutionen, kom att starkt påverka den makroekonomiska utvecklingen under de följande åren. Novemberrevolutionen är således en viktig vändpunkt i svensk ekonomisk politik. Detta stod inte klart när beslutet togs.<sup>21</sup> Liksom i Finland sågs avregleringen vid denna tid som en teknisk förändring som inte förväntades få någon större realekonomisk konsekvens.<sup>22</sup> I efterhand visade det sig att novemberrevolutionen blev ett första viktigt steg i den process som utmynnade i 90-talskrisen och i en ny stabiliseringspolitisk regim.

Den finansiella liberaliseringen bör ses mot bakgrund av de stora obalanser som fanns i den privata sektorns förmögenhetsportföljer före beslutet i november 1985. Företag och hushåll begränsades i sina portföljval av de kreditpolitiska kontrollerna. Hög inflation, och därmed höga inflationsförväntningar, tillsammans med avdragsrätten för låneräntor gynnade låntagande, något som förstärkte portföljbalanserna.

Liberaliseringen påverkade på ett fundamentalt sätt såväl låntagarnas som långivarnas incitamentsstruktur och följaktligen deras beteende. Avregleringen gav starka incitament för såväl företag som hushåll att öka sin skuldsättning vid gällande ränteläge och förväntade inflation. Även långivarnas situation förändrades. Bankerna och övriga finansiella institut hamnade i en mer öppen och aggressiv konkurrens om marknadsandelar. De anpassade sig till den nya verkligheten genom att öka utlåningen. Novemberrevolutionen innebar att slussportarna nu öppnades – utströmmade en våg av krediter. Eftersom låntagare i stort sett stod i kö för att få lån, fick kreditexpansionen en snabb start. Vid denna tid saknade både låntagare och långivare den kunskap om riskhantering och sunt fi-

nansiellt beteende som behövdes i den nya finansiella värld som växte fram efter avregleringsbeslutet 1985.

Resultatet av den nya incitamentsstrukturen blev att utlåningen ökade dramatiskt under åren 1986–1988 (Figur 9). En stor del av utlåningen fann sin väg in på fastighets- och aktiemarknaden. Den privata sektorn, som tidigare haft begränsad tillgång till krediter, utnyttjade det stigande värdet på sina tillgångar till att belåna dessa. Aktie- och fastighetspriser steg betydligt snabbare än konsumentpriserna under dessa år.

Processen underlättades av stigande inflationstakt. Inflationen kulminerade 1990 (Figur 5). Inflationsförväntningarna steg med inflationen. Realräntan, räntan efter skatt och inflation, blev negativ för många investerare genom kombinationen av hög inflation, höga inflationsförväntningar och det dåvarande skattesystemets regelverk (Figur 8). Den låga och ibland negativa realräntan för många låntagare gjorde det frestande att öka skuldsättningen, både inom Sverige och utomlands, för att finansiera såväl investeringar som konsumtion. Resultatet blev en finansiell bubbla i den svenska ekonomin. Den byggdes upp på vad som senare skulle visa sig vara överskuldsättning inom den privata sektorn och en motsvarande överutlåning i det finansiella systemet.

Den finansiella utvecklingen återspeglades i den reala sektorn. Den privata konsumtionen blev den drivande komponenten i den överhettade ekonomin medan sparkvoten sjönk. Investeringarna och importen ökade markant (Tabell 4). Under den mest intensiva perioden av högkonjunkturen, överhettningen, var det privata sparandet negativt, det vill säga hushållen konsumerade mer än sin disponibla inkomst. Statens finanser förbättrades snabbt under denna period eftersom den växande konsumtionen ledde till stigande skatteintäkter. Statsbudgeten uppvisade till och med ett litet överskott under det sena 1980-talet.

Arbetsmarknaden drevs, liksom i Finland, av en stark efterfrågan från den inhemska sektorn, i synnerhet inom byggsektorn. Löneglidningen var markant. Nybygget stimulerades av värdestegringen på realltillgångar. Bygget var också kraftigt subventionerat genom bostadspolitiken, som fungerade procykliskt under denna tid. Sysselsättningsläget var överhettat med en arbetslöshet på under två procent i slutet av 1980-talet (Figur 3). Den omfattande konsumtionen gjorde att bytesbalansen återigen försämrades mot slutet av 1980-talet efter återhämtningen efter devalveringarna 1981–1982 (Figur 14). Jämfört med den inhemska skyddade sektorn utvecklades exportsektorn sämre. Konkurrenskraften under-

grävdes genom den inhemska efterfrågeexpansionen. Den faktiska växelkursen apprecierades. Sakta men säkert gled Sverige in i en kostnadskris, som tillfälligt överskuggades av den inhemska överhettningen.

En rad andra faktorer drev på den inhemska konjunkturuppgången vid sidan av kreditexpansionen. Den omvända oljekrisen (OPEC III) 1985, när oljepriset sjönk kraftigt, var en positiv impuls för världsekonomin. Den expansiva amerikanska ekonomiska politiken under Ronald Reagans administration bidrog till en långvarig uppgång i den internationella ekonomin. Den nådde sin topp 1989–1990, när en rad indikatorer pekade på att den svenska ekonomin höll på att överhettas. Överhettningen karaktäriserades, i jämförelse med omvärlden, av en betydligt snabbare inflation, lägre arbetslöshet och försvagad konkurrenskraft. Den snabbt stigande inflationen underminerade den fasta kronkursens trovärdighet och bidrog till envisa förväntningar om en ny devalvering av kronan.<sup>23</sup> Tillväxten i real-BNP låg mellan 2 och 3 procent per år under senare delen av 1980-talet, vilket innebar att den svenska tillväxten var låg sett i ett internationellt perspektiv.

### *Högkonjunkturen i Sverige: den ekonomiska politiken*

Som påpekats tidigare skapade den nya incitamentsstrukturen för låntagare och långgivare en kraftig kreditboom som blev den centrala faktorn bakom överhettningen (Figur 9). Den expansiva impuls som avregleringen medförde motverkades inte av olika ekonomisk-politiska åtgärder förrän runt 1989–1991. Dessa kom för sent för att hindra den svenska ekonomin från att hamna i ett finansiellt drivhus. Den ekonomiska politiken i kombination med avregleringen, som bör ses som en strukturell förändring, blev därigenom den primära förklaringen till överhettningen, kostnadskrisen och den finansiella obalansen i ekonomin i form av en över-skuldsättning och överutlåning under senare delen av 1980-talet.<sup>24</sup>

Penningpolitiken vilade på den fasta kronkursen alltsedan 1982 års devalvering, av sina arkitekter utmålade som den sista av sitt slag. Riksbanken kunde inte motverka överhettningen med ändring i kronans växelkurs, det vill säga genom att revalvera. Ansvaret för stabiliseringspolitiken hamnade därför hos finansdepartementet. Mot slutet av 1980-talet stod det klart att finanspolitiken borde göras mer restriktiv. Efter riksdagsvalet 1988 genomfördes en rad åtstramande åtgärder. I februari 1990 föreslog regeringen en frysning av löner, priser och utdelningar under två år samt

en begränsning av strejkrätten. Förslaget skapade regeringskris. Regeringen avgick och finansministern Kjell-Olof Feldt lämnade sin post under dramatiska former.

I oktober 1990, i samband med en spekulativ attack mot kronan, presenterade regeringen ett nytt sparpaket. Samtidigt meddelades att Sverige skulle ansöka om medlemskap i EG, ett steg som kan tolkas som ett försök att stärka trovärdigheten för kronan. I maj 1991 försökte Riksbanken stärka växelkursens trovärdighet genom att överge valutakorgen och knyta kronan till den europeiska valutaenheten ecu. I september 1991 gick Nyckeln, ett finansbolag, i konkurs. Detta fallissemang betraktas ibland som början på krisfasen. Samma månad förlorade socialdemokraterna riksdagsvalet och de fyra borgliga partierna tog över regeringsmakten med Carl Bildt som statsminister. Den nya regeringen fick ärva en ekonomi på väg in i djup lågkonjunktur.

### *Det gemensamma mönstret*

Det makroekonomiska förloppet i Finland och Sverige under 1980-talet uppvisar i stort sett samma mönster. Kontrollen över kapitalrörelser och det finansiella systemet hade gett centralbankerna betydande penningpolitisk autonomi under efterkrigstiden fram till det tidiga 1980-talet. När kreditransoneringen upphörde och fria kapitalrörelser gradvis släpptes fram under 1980-talets andra hälft, förändrades förutsättningarna radikalt för såväl den privata sektorns beteende som för stabiliseringspolitiken.

Avregleringen påverkade på ett fundamentalt sätt incitamentsstrukturen för såväl låntagarna som långivarna. Konsekvensen blev att kreditvolymen ökade dramatiskt. Den kanaliserades i betydande utsträckning till tillgångsmarknaderna, främst till fastigheter och aktier. Den privata sektorn, som tidigare varit ransonerad 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 långt snabbare än konsumentpriserna. Börsindex steg kraftigt under senare hälften av 1980-talet. Samtidigt saknades kunskaper om riskhantering och "sunt" finansiellt beteende på fria kapitalmarknader.

Processen underlättades av stigande inflation under dessa år. Inflationförväntningarna följde uppgången i inflationstakten. Realräntan sjönk till en nivå under noll procent för många placerare genom kombi-

nationen av den höga inflationen, de höga inflationsförväntningarna och konstruktionen av det rådande skattesystemet. De låga, ofta negativa, realräntorna gjorde det frestande att ta lån – såväl inom landet som utomlands. Resultatet av de krafter som utlösts av den förändrade incitamentsstrukturen blev en finansiell bubbla i finsk och svensk ekonomi byggd på vad som senare skulle komma att avslöjas som en gigantisk överskuldättning och motsvarande överutlåning inom den finansiella sektorn.

Beslutsfattare såg inte riskerna med denna process i tid. Till en början var de ansvariga politikerna ovilliga att förändra inriktningen på penning- och finanspolitiken. Under den rådande regimen var dessutom penningpolitiken bunden till försvaret av den fasta växelkursen för marken och kronan. Finland gjorde ett försök till revalvering av sin valuta, som dock blev ett misslyckande. Kraftig finanspolitisk åtstramning hade krävts för att kontrollera expansionen i den aggregerade efterfrågan, men någon sådan kom inte till stånd i tid.

Såväl i Finland som i Sverige var avregleringen nyckeln till högkonjunktursstyrka. Den genomfördes steg för steg utan någon större offentlig debatt. Den presenterades inte som en del av ett större ekonomiskpolitiskt program utan betraktades snarare som en serie mindre förändringar av teknisk natur. Det fanns ingen allmän förståelse för konsekvenserna av denna förändring, trots att några experter varnade för de problem som kunde uppstå. Efteråt har en kritisk diskussion brutit ut om avregleringen av finansmarknaden, i synnerhet rörande sekvensen av avregleringsåtgärder.

## KRISEN 1990–1993: UTBROTT, SPRIDNING OCH EFFEKTER

Kring 1989–1990 stod det klart att konjunktursvackret i Finland och Sverige var på väg ned. Det saknades dock insikt om vilken typ av konjunktursvackret som skulle följa. Få anade djupet av den kris som växte fram i början av 1990-talet. Vi analyserar här först förloppet i Finland och sedan i Sverige.

### *Krisen i Finland: den ekonomiska utvecklingen*

Depressionen föregicks av en period då det var oklart hur den finska ekonomin skulle utvecklas. Arbetslösheten var fortsatt låg under 1989 och

1990, men BNP-tillväxten upphörde vid årsskiftet. Aktiekurserna började falla i april 1989 efter de så kallade Kouri-affärerna och revalveringen av marken. Ett tecken på den begynnande stormen blev den första konkursen för ett börsnoterat bolag (investeringsbolaget Mancon) under våren 1989. Senare under året ansökte flaggskeppet i den finska varvsindustrin, Wärtsilä Marine, om konkurs. Efter detta föll börsen tre år i följd. Stigande räntor och sjunkande exportpriser drev ner vinstförväntningarna. De korta räntorna steg under hösten 1989 med fyra procentenheter.

Mot slutet av 1989 chockades den finska allmänheten av att styrelseordföranden och chefdirektören för Sparbankernas Central-Aktie-Bank SCAB, Matti Ali-Melkkilä, begick självmord.<sup>25</sup> De stigande räntorna och fallet på börsen hade fått ödesdigra konsekvenser för banken och skulle med tiden leda till att hela sparbanksgruppen kollapsade. Även bostadsmarknaden vände nedåt under 1989. Denna process fortlöpte under de kommande fyra åren. Med ett stigande antal osålda bostäder upphörde nybyggnationen. Aktiviteten i byggbranschen föll, med konkurser och arbetslöshet som följd.

Trots ökad osäkerhet steg BNP med 5,4 procent under 1989. Investeringstakten var hög, men det fattades allt färre nya investeringbeslut. Efter uppgång i början av 1990 sjönk produktionen under senare hälften av året. Investeringarna började falla. Arbetslösheten befann sig ännu på en låg nivå: runt tre procent i landet som helhet och endast en procent i Helsingfors. Under 1990 låg de korta räntorna på en hög nivå och tillgångspriserna fortsatte att sjunka. Efter de goda resultaten under 1989 sjönk vinsterna kraftigt i nästan alla branscher.

Slutet på 80-talsboomen kom när den finska ekonomin råkade ut för en serie negativa chocker, bland annat nedgången i den internationella konjunkturen och stigande europeiska räntor. Finland påverkades också av Sovjetunionens kollaps och den därpå följande minskningen i handeln 1990–1991. Mellan 1989 och 1993, det vill säga under depressionen, försämrades också Finlands *terms of trade* med mer än 15 procent (Figur 13). Till följd av denna reala appreciering föll den finska exporten kraftigt under 1991. Exportinkomsterna gick ned med 10 procent. Denna negativa *terms of trade*-chock skulle ha krävt en snabb minskning av arbetskraftskostnaderna eller en devalvering av marken för att den finska konkurrenskraften skulle ha bibehållits. Den politiska bindningen till fastkurspolitiken gjorde dock en devalvering politiskt omöjlig. En snabb och drastisk

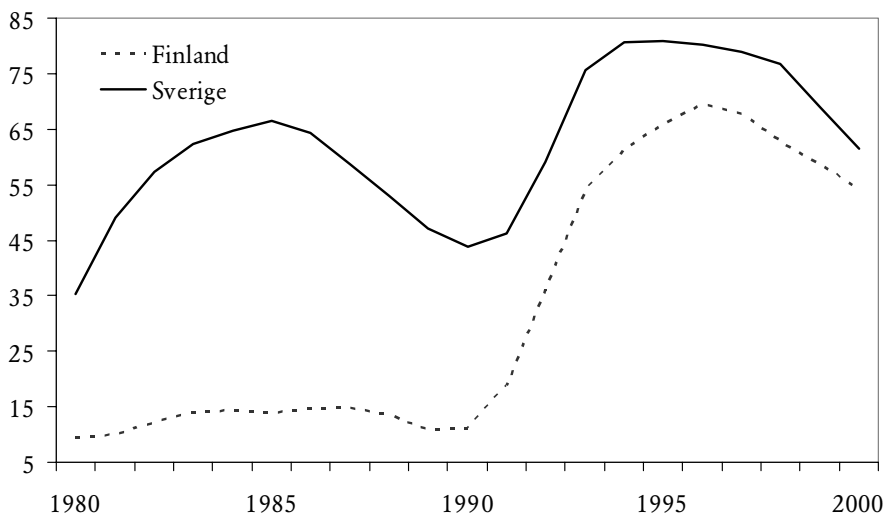
reduktion av arbetskraftskostnaderna vid fast växelkurs var svår att åstadkomma.

Den svaga exporten och det växande underskottet i bytesbalansen bidrog till att investerare förlorade förtroendet för finsk ekonomi och till att marken utsattes för spekulation. Finlands Bank höjde räntan för att försvara den fasta valutakursen. I genomsnitt låg den korta räntan kring 13 procent 1989–1992. I den försämrade konjunkturen sjönk inflationstakten snabbare än förväntat. Realräntan steg kraftig, vilket reducerade efterfrågan. Den privata sektorns investeringar sjönk med 15 procent och den privata konsumtionen med 10 mellan 1990–1993 (Tabell 4). De viktigaste orsakerna till den fallande konsumtionen var höga räntor, minskande disponibla inkomster och fallande tillgångspriser, vilket tvingade hushållen att öka sin sparkvot. Inkomsterna sjönk på grund av stigande arbetslöshet, fallande reallöner och högre skatter.

Resultatet av denna process blev att den inhemska efterfrågan i det närmaste kollapsade. BNP föll med 10,5 procent från 1990 till 1993. Investeringarna sjönk med nästan 50 procent (Tabell 4). Recessionen varade under flera år. Först 1996 nådde konsumtionen samma nivå som före krisen. Den negativa efterfrågechocken påverkade sysselsättningen och arbetslösheten samt de offentliga finanserna. Det goda sysselsättningsläge som hade rått under 1980-talet försämrades snabbt i början på 1990-talet när arbetsmarknaden gick från arbetskraftsbrist till massarbetslöshet. Sysselsättningen minskade med nästan en femtedel och arbetslösheten steg från 3,5 procent 1990 till strax under 20 procent under år 1995 (Figur 3). Fallet i arbetskraftsefterfrågan var störst inom den privata sektorn. För första gången under efterkrigstiden minskade antalet anställda i den offentliga sektorn, om än något senare än i den privata. Både staten och kommunerna reducerade sina utgifter i ett procykliskt mönster. Trots dessa utgiftsbesparingar steg budgetunderskottet kraftigt liksom statsskulden (Figur 15). För att minska budgetunderskottet höjdes inkomstskatten, arbetsgivaravgifterna och omsättningsskatten 1992–1995 – mitt under krisen – vilket bidrog till en markant ökning av den totala skattebördan.

Finlands ekonomi hamnade i en nedåtgående spiral med fallande konsumtion, investeringar, produktion och sysselsättning. Det kraftiga fallet i aktiepriser och fastigheter försvagade företagens balansräkningar under 1989–92 och reducerade hushållens nettoförmögenhet (Figur 10 och 11). Företagen försökte att skära i sina kostnader med alla till buds stående





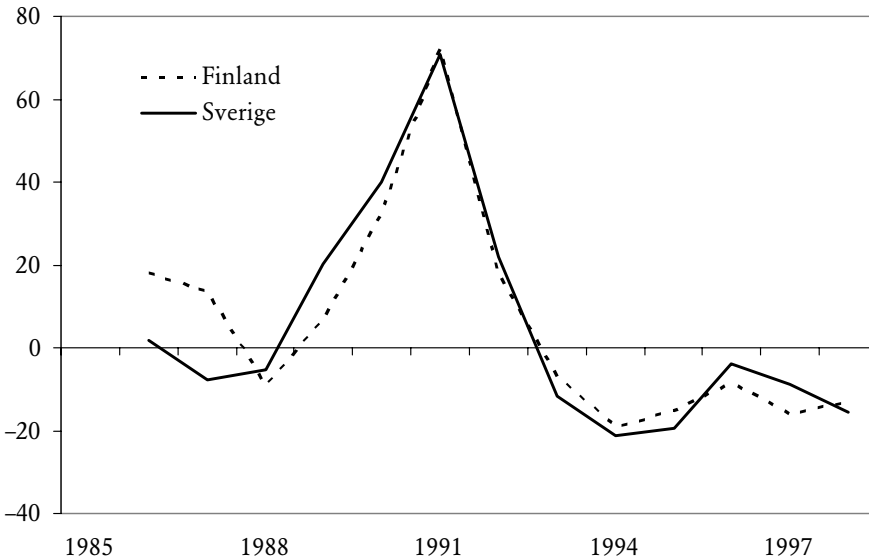
Figur 15. Statsskulden i Finland och Sverige mätt som andel av BNP 1980–2000. Procent.

medel. En metod var att sälja ut tillgångar. Detta förstärkte skuldeflationsspiralen i ekonomin. När många ville sälja och få ville köpa, sjönk priserna. Med ökningen i arbetslösheten och nedgången i ekonomin följde också en kraftig ökning av antalet konkurser (Figur 16). Dessa minskade ytterligare investeringarna och konsumtionen och förstärkte därmed depressionen.

Situationen för hushållen liknade den för företagen. Många hushåll hade skuldsatt sig under boomen när priserna var stigande. Den viktigaste tillgången för genomsnittsfinsländaren är bostaden. Under högkonjunkturen hade man inte bara köpt bostäder utan också mark, sommarhus, bilar, båtar och andra kapitalvaror. När huspriserna slutade stiga och förväntningarna om framtida prisstegringar förbyttes i förväntade prisfall, försvann viljan att låna och investera i kapitaltillgångar. Med lägre bostadspriser och oförändrade nominella skulder försämrades de skuldsatta hushållens förmögenhetsställning, vilket bidrog till ökat sparande.

Under högkonjunkturen växte hushållens konsumtion i förhållande till disponibel inkomst. Under depressionen blev förhållandet det motsatta. Konsumtionen och investeringarna föll medan sparandet steg. Fallet började strax efter räntehöjningarna 1989 (Tabell 4). Höga räntor tillsammans med svaga framtidsförväntningar ledde till minskade investe-





Figur 16. Antal konkurser i Finland och Sverige 1985–1998. Årlig procentuell förändring.

ringar. Även om minskningen i investeringarna började före minskningen i exporten så gick impulsen från exportchocken via högre räntor till lägre investeringar. Finlands Bank försökte också motverka den snabbt försämrade bytesbalansen genom att höja sin ränta.

Enligt en vanlig tolkning blev den finska krisen så djup på grund av de problem den finska exporten drabbades av då det sovjetiska imperiet kollapsade 1990–1991. Detta var visserligen en kraftig exogen chock för den finska ekonomin eftersom runt tjugo procent av den finska exporten gick till Sovjetunionen under 1980-talet. I efterhand står det dock klart att detta endast var en temporär störning.<sup>26</sup> Finsk export började växa kraftigt redan 1992, strax efter devalveringen i november 1991. Det är emellertid svårt att säga hur mycket exportproblemen under 1990–1991 påverkade investerarnas förtroende för Finland i början av 1990-talet. Underskottet i bytesbalansen var relativt stort – cirka 5 procent av BNP – i flera år, från 1988 till 1992.

Sovjetunionens kollaps drabbade också Finland indirekt via de finansiella marknaderna. Tysklands återförening, en konsekvens av Sovjets pågående sammanbrott, skapade ett stort tyskt budgetunderskott och en hotande inflation. Bundesbank svarade med en stram antiinflationspolitik. Den gav högre räntor inom ERM-området, inom vilket Finland hade

förbundit sig att hålla en fast växelkurs. Räntehöjningen ledde till att recessionen fördjupades i Västeuropa. Exporten till Tyskland steg visserligen som en följd av den stigande efterfrågan som skapades av återföreningen, men efterfrågan på finsk export sjönk i andra europeiska länder och i Nordamerika.

### *Krisen i Finland: den ekonomiska politiken*

Efter valsegern i riksdagsvalet i mars 1991 konfronterades den nya borgerliga regeringen under statsminister Esko Aho (centern) omedelbart med den värsta ekonomiska krisen under efterkrigstiden. Den nya regeringen försäkrade dock – till viss del till sina egna ekonomers överraskning och i motsats till förväntningarna före valet – att den skulle hålla fast vid fastkurspolitiken, d.v.s. vid samma politik som den tidigare socialdemokratiska regeringen drivit. Finlands Bank gav också sitt stöd till denna politik.

Situationen komplicerades av Sveriges beslut att ensidigt binda sin valuta till ecun under maj 1991. Efter en tid uppmanade Finlands Bank regeringen att ensidigt knyta marken till ecun, det vill säga att ta samma steg som Sverige. Många rekommenderade – åtminstone utanför offentligheten – en mindre devalvering i samband med ecu-knytningen, åtminstone en justering med hänsyn till den fyraprocentiga revalveringen två år tidigare. Två medlemmar i Finlands Banks direktion, Markku Punttila och Kalevi Sorsa (socialdemokrat), motsatte sig devalvering.<sup>27</sup> Andra direktörer, Ele Alenius (vänstern), Esko Ollila (centern) och centralbankschefen Rolf Kullberg var mer flexibla och kunde ha accepterat en liten valutakursjustering. Den sjätte ledamoten Harri Holkeri (samlingspartiet)<sup>28</sup> var inte närvarande vid det avgörande mötet, men enligt Kullberg var han ”nöjd med gruppens beslut”.<sup>29</sup> Direktionen beslöt att rekommendera regeringen att hålla valutakursen oförändrad. Centralbankschefen Kullberg ansåg inte att en omröstning i styrelsen var möjlig. Då accepterade direktionen minoritetens synpunkt – för att undvika strid.<sup>30</sup>

Även inom regeringen rådde skilda uppfattningar. Regeringen hade möjlighet att bestämma valutakursen ensidigt. Statsminister Aho tillsammans med majoriteten inom regeringen önskade en minidevalvering. President Mauno Koivisto stödde regeringens önskan om en devalvering.<sup>31</sup> Finansminister Iiro Viinanen (samlingspartiet) var motståndare till devalvering medan utrikesminister Paavo Väyrynen (centern) förespråkade en

större devalvering. När regeringen fick budskapet att centralbankens direktion önskade behålla den fasta marken, beslöt den att stödja denna linje.

Kopplingen till ecun vid den rådande kursen, som genomfördes i början av juni i 1991, godkändes så gott som enhälligt av riksdagen. Den socialdemokratiska oppositionen, som i regeringsställning hade värat om den fasta växelkursdoktrinen, stödde förslaget. Motståndarna till en devalvering lyckades, om än med viss möda, få med sig majoriteten på sin linje.

Ecu-beslutet hjälpte emellertid inte upp den finska ekonomin. Valutan var övervärderad och räntorna höga. Den sjunkande konkurrenskraften gjorde sig alltmer påmind inom exportindustrin. BNP och sysselsättningen sjönk månad för månad. I denna situation gjorde regeringen ett försök att få till stånd en central inkomstpolitisk överenskommelse under hösten 1991. Diskussionerna mellan regeringen och arbetsmarknadens parter började i augusti och fortsatte fram till november. Statsminister Aho strävade efter ett avtal som skulle innebära en kostnadsänkning genom en intern devalvering. Målet med denna var att avstyra en extern devalvering, det vill säga en nedskrivning av markens externa värde.<sup>32</sup> Regeringen önskade att de nominella lönerna skulle sänkas med cirka 5 procent. När avtalsförhandlingarna visade tecken på att hamna i ett dödläge, beslöt statsminister Aho på kvällen den 20 oktober 1991, en söndag, att ge den före detta socialdemokratiske statsministern och dåvarande bankdirektören vid Finlands Bank, Kalevi Sorsa, uppdraget att leda förhandlingarna. Sedan presidenten meddelat att han stödde utnämningen accepterade Sorsa uppdraget.

Till mångas överraskning gick ordförandena för de fackliga centralorganisationerna med på avtalet, som skulle ha inneburit en sänkning med 3 procent av de nominella lönerna och en överföring av 4 procent av pensionsavgiften från arbetsgivarna till arbetstagarna. Sammantaget skulle dessa åtgärder ha minskat nettolönerna med ungefär 7 procent. Lauri Ihalainen, nyvald ordförande för den största centralorganisationen fackcentralen FFC beskrev senare paketets uppkomst på följande sätt: ”I princip var det en exceptionellt svår sak. Tanken var att göra ett lönenedskärningsavtal och sen hoppas på att vi på något sätt skulle klara oss utan devalvering. Jag var personligen involverad i avtalsdiskussionerna och slutligen kunde vi nå ett beslut inom FFC, men det var en mycket plågsam process.”

Sorsapaketet misslyckades till slut efter ett par veckors hårda förhandlingar eftersom fackföreningarna inom exportindustrin (pappers- och metallarbetare) inte accepterade det. De förstod att en devalvering skulle vara det bästa alternativet för exportindustrierna. Efter detta förlopp framstod interndevalveringen som en omöjlig väg. När det blev uppenbart att någon lönesänkning inte skulle komma till stånd, steg valutautflödet. Centralbanken gjorde ett försök att försvara valutareserven genom att höja den korta räntan till 50 procent och enmånadsräntan till 27 procent i november 1991. Dessa drastiska åtgärder ökade dock inte trovärdigheten i penningpolitiken utan valutautflödet fortsatte. Finlands Bank fann ingen annan råd än att låta marken flyta den 14 november 1991. Följande dag devalverades den med 14 procent.

I depressionens initiala fas trodde många att en sänkning av lönenivån skulle lösa problemet med den stigande arbetslösheten. Skulle Sorsapaketet ha förbättrat eller försämrat den ekonomiska tillväxten? Det skulle ha förbättrat konkurrenskraften, sänkt inflationstakten, minskat köpkraften och därigenom förbättrat bytesbalansen och lett till lägre räntor, åtminstone under en tid. Paketet hade dock knappast varit tillräckligt utan endast skjutit en devalvering eller depreciering på framtiden. Ett annat problem var att paketet skulle ha förstärkt deflationstendenserna, vilket skulle ha lett till ökade solvensproblem inom den finansiella sektorn.

Beslutet att devalvera marken med 14 procent i november 1991 innebär att Finlands Bank och regeringen önskade försätta hålla en fast växelkurs för den finska valutan. Ansvariga beslutsfattare var inte villiga att acceptera en flytande valutakurs – en idé som var klart främmande för de flesta av dem.

Störningarna på de internationella marknaderna och minskningen av exportinkomsterna skulle inte ha varit så ödesdigra för Finland om inte underskottet i bytesbalansen varit så stort från början. Både marknaden och de politiska beslutsfattarna började inse att Finlands situation höll på att bli ohållbar. Kollapsen av exporten österut och försvagningen av exporten västerut förstärkte förväntningarna om en kommande växelkursjustering. Försöken att skapa balans i utrikesaffärerna genom höjning av räntan framstod som allt mindre trovärdiga. Valutakursen måste förändras – vilket också blev utgången.

Det stod snart klart att novemberdevalveringen inte löste de ekonomiska problemen. Aktörerna på valutamarknaden uppfattade inte den nya valutakursnivån som trovärdig – devalveringen borde ha varit större.

Dessa trovärdighetsproblem tvingade centralbanken att hålla räntorna på en fortsatt hög nivå för att förhindra valutautflöden. De höga och stigande realräntorna – genom lägre inflationstakt – minskade den inhemska efterfrågan under 1992. Den privata konsumtionen, investeringarna och tillgångspriserna fortsatte att falla och den ekonomiska krisen fördjupades. Arbetslösheten steg till 15 procent under 1992 och bankkrisen blev akut. Staten tvingades att satsa omkring 40 miljarder mark till stöd för banksektorn, omkring 8 procent av BNP. Underskotten i statsfinanserna steg till rekordnivån 14 procent av BNP.

Situationen, som var klart ohållbar, blev kritisk i september 1992 under den europeiska valutakrisen. Valutautflödet ökade och Finlands Bank förlorade åter en gång sin valutareserv. I denna situation fanns inget annat alternativ än att lämna ecu-kopplingen. Finland fick en flytande växelkurs den 8 september 1992. Marken deprecierades kraftigt, med omkring 10 procent i september och något senare med ytterligare 20 procent.

### *Krisen i Sverige: den ekonomiska utvecklingen*

Liksom i Finland vände konjunkturen nedåt i Sverige kring 1989–1990. Nedgången 1990–1993 utlöstes och fördjupades av en serie negativa, både inhemska och internationella, impulser. Den största var den kraftiga och oväntade uppgången i realräntan (Figur 8). Denna uppgång berodde på ett flertal faktorer, såväl internationella som svenska.

Internationella faktorer höjde det svenska ränteläget. Bundesbanks reaktion på den tyska återföreningen pressade upp räntorna i Europa. Kronan utsattes för flera spekulationsattacker, som speglade trovärdighetsproblemet för fastkurspolitiken. Riksbanken tvingades att hålla räntan på en högre nivå än i Tyskland för att försvara kronkursen (Figur 12). "Århundradets skattereform", som genomfördes 1990–1991, gjorde lånefinansierade investeringar för hushållen dyrare och privat sparande mer attraktivt. Den begynnande recessionen hade en negativ effekt på investeringsaktiviteten och dämpade den optimism som präglat överhettningen. Valutaregleringen avskaffades 1989, vilket öppnade för ett utflöde av kapital från Sverige. Tidigare hade valutaregleringen enbart tillåtit ett inflöde av kapital.

När realräntan steg, sjönk värdet på fastigheter och andra former av realkapital såsom fallet var också i Finland. Tillgångsvärderna hamnade i en nedåtgående spiral. Den reducerade och i många fall till och med rade-

rade ut förmögenheter, eftersom dessa hade finansierats med lån vars nominella värde förblev oförändrat. Nedgången blev självförstärkande, eftersom tillgångspriserna väntades fortsätta att falla (Figur 6 och 7). Antalet konkurser steg dramatiskt (Figur 16).

Det gigantiska ”hål”, som realränteuppgången skapade i den privata sektorns balansräkningar, kan beräknas på olika sätt. En kalkyl uppskattar att reall tillgångarna 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 samma belopp. Den privata sektorn reagerade på försvagade balansräkningar med att kraftigt höja sitt finansiella sparande för att återställa det egna kapitalet. Hushållen åstadkom skuldsanering eller portföljanpassning, i syfte att förstärka det egna kapitalet och därmed återställa portföljbalans, främst genom att minska sin konsumtion, i första hand av varaktiga konsumtionsvaror (Tabell 4). Hushållens sparkvot ökade från en negativ nivå i slutet av 1980-talet till omkring 8 procent 1993. Denna omsvängning i det privata sparatet 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, det vill säga med investeringar som vid ett ”normalt” ränteläge aldrig skulle ha genomförts. Uppgången i realräntan medförde 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. Antalet köp av nya bilar föll kraftigt. Det svenska beståndet av bilar blev det lägsta i Europa under 1990-talet.

Liksom i Finland medförde realräntechocken en kraftig nedgång i den aggregerade efterfrågan då hushållen minskade sin konsumtion samtidigt som företagen minskade sina investeringar (Tabell 4). 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 procents öppen arbetslöshet. Sysselsättningen minskade kraftigt. Byggsektorn drabbades hårdast. Antalet konkurser blev rekordartat (Figur 16). Inflationstakten mätt med konsumentprisindex drevs ner till låga nivåer under processen: från en topp på tio procent år 1990 till under två procent i mitten av 1990-talet (Figur 5). Inflation-

förväntningarna, som följde den verkliga inflationen med en viss efterläpning, började falla under 1991. Index för tillgångspriser visade på en avsevärd deflation under åren 1990–1993.

Den snabba ökningen av realräntan underminerade det finansiella systemet. Realräntechocken skapade en djup kris i det finansiella systemet. Staten intervenerade med målet att garantera den fortsatta existensen för finanssektorn. En bankstödsnämnd inrättades och två banker, Nordbanken och Gotabanken, övergick i statlig ägo under 1992. Övriga banker hamnade i stora svårigheter. Deras aktiekurser föll kraftigt.

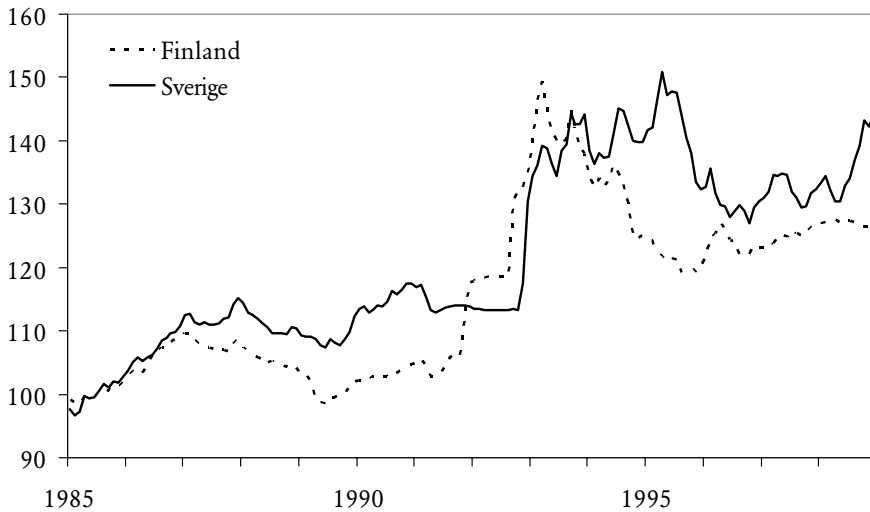
Försvagningen av bytesbalansens, som hade inletts under den senare delen av 1980-talet, kulminerade med ett underskott på 3,5 procent av BNP under 1992 (Figur 14). Denna utveckling återspeglade den kostnadskris som drabbade svensk exportindustri under överhettningen i slutet av 1980-talet.

Som en följd av nedgången i den ekonomiska aktiviteten, den stigande arbetslösheten och det statliga stödet till den finansiella sektorn ökade budgetunderskottet lavinartat. Dess storlek, sett i relation till BNP, nådde sin högsta nivå under efterkrigstiden under 90-talskrisen. Följden blev att statsskuldskvoten, statsskulden i relation till BNP, steg kraftigt (Figur 15). Statsskulden föreföll ha hamnat i ett explosivt skede. Ökningen i statsskulden skedde mer eller mindre automatiskt som en återspeglning av utvecklingen i den privata sektorn. Den stigande statsskulden var med andra ord inte resultatet av diskretionära beslut.

### *Krisen i Sverige: den ekonomiska politiken*

Den borgerliga regeringen, som tillträdde efter valet 1991, var fast beslutet att inte använda devalvering som ett ekonomisk-politiskt medel. Den valde till en början att lägga tonvikten på utbudspolitik, det vill säga på strukturella reformer av svensk ekonomi, i syfte att höja tillväxten. Den nya regeringen ställdes dock på mindre än ett år inför samma katastrofala ekonomiska utveckling som i Finland.

Det inhemska förloppet med en växande finanskris, sjunkande industriproduktion, kostnadskris, devalveringsförväntningar och stigande arbetslöshet underminerade under 1991–1992 trovärdigheten för den fasta kronkursen. Stabiliseringspolitiken hamnade i en situation där hänsyn till den externa balansen, det vill säga till den fasta växelkursen, krävde en åtstramningspolitik, medan den inhemska situationen, det vill säga fi-



Figur 17. Växelkursen för finsk och svensk valuta mot ecu 1985–1998. 1985 = 100.

nanskrisen, krävde en expansiv politik. Ju mer Riksbanken sökte försvara växelkursen genom att höja räntan, desto djupare blev den inhemska krisen. Den samtida förekomsten av valutakris och finanskris (bankkris) gjorde att stabiliseringspolitiken hamnade i ett allt besvärligare läge.

I samband med den europeiska valutaoron i september 1992 försvarade Riksbanken kronan med unika räntehöjningar. Under en kort period sattes marginalräntan till 500 procent. Regeringen och oppositionen kom under denna månad överens om två krispaket för att undvika devalvering. Syftet med dessa var att åstadkomma en neddragning i de offentliga utgifterna och en intern devalvering – ungefär samma politik som de ansvariga försökte skapa i Finland för att värna om den fasta markkursen. Bengt Dennis, riksbankschefen, spelade en central roll i denna process.<sup>33</sup> Trots hårdnackat försvar tvingades Riksbanken låta kronan flyta den 19 november 1992 efter en massiv spekulationsattack. Resultatet blev en kraftig depreciering av växelkursen (Figur 17).

Den akuta nedgången i den ekonomiska aktiviteten bromsades av deprecieringen och den svenska ekonomin började förbättras under 1993. Som fallet var efter devalveringarna under 1970- och 1980-talet, ökade exporten och industriproduktionen till en början. Men krisen lämnade efter sig ett arv i form av omfattande statsskuld och hög arbetslöshet.



*Det gemensamma mönstret*

Recessionen i Finland och Sverige uppvisar, liksom den föregående högkonjunkturen, identiska mönster. Krisfasen startade med en uppgång av realräntorna som med tiden bidrog till en skuldeflationsprocess. Krisen var i denna bemärkelse en realräntekris som spred sig till alla delar av samhället via hushållens och företagens balansräkningar. Värdet på tillgångar som fastigheter och aktier föll när realräntan steg. Samtidigt låg skulderna kvar med oförändrat nominellt värde. Förmögenhetsförlusterna blev därför stora. De tvingade fram portföljanpassningar som tryckte ned konsumtionen och investeringarna och ökade sparandet. Ju mer hushåll och företag försökte värna om sin förmögenhetsställning, desto djupare drevs ekonomin ner i depression.

Parallellt med den inhemska finanskrisen drabbades Finland och Sverige av en övervärderad valuta som medförde en valutakris. De bägge parallella krisfenomenen, finanskrisen och valutakrisen, undergrävde förtroendet för den fasta växelkursen – vilket underblåste de spekulativa attackerna mot marken och kronan. Centralbankerna tvingades hålla ett högt inhemskt ränteläge för att värna om den fasta växelkursen, vilket förvärrade det inhemska läget. Med tiden blev situationen ohållbar. Processen bröts när bägge länderna tvingades låta sina valutor flyta. Detta beslut innebar en kraftig depreciering. Efter detta sjönk räntorna och nedgången bromsades upp.

Förloppet visar att en fast växelkurs kombinerad med fria kapitalrörelser över gränserna inte är en hållbar växelkursregim under en skuldeflation. Fallande tillgångspriser, finansiell instabilitet, ett ökande antal konkurser och den därpå följande bankkrisen kunde inte motverkas så länge som den fasta växelkursen krävde ett försvar med höga räntor. Se här Figur 6 och 7 samt Tabell 5 för en sammanfattning av hela boom–bustförloppet.

## ÅTERHÄMTNINGEN 1993–2000

Återhämtningen började i samband med att Finland och Sverige övergick från fast till flytande växelkurs. Någon tydlig borte gräns för återhämtningen är svår att dra. Vi väljer att låta återhämtningen omfatta åren 1993–2000 väl medvetna om att detta periodval är godtyckligt.

### *Finland: Den ekonomiska utvecklingen*

Den finska ekonomin påverkades starkt av den kraftiga deprecieringen av marken efter beslutet att låta marken flyta i september 1992. Efter tre år av djup recession med fallande produktion började den finska ekonomin återhämta sig mot slutet av 1993. Mätt med BNP varade recessionen i tre år, från det sista kvartalet 1990 till det tredje kvartalet 1993. Under återstoden av decenniet växte BNP i Finland med i genomsnitt 4,5 procent per år (Figur 1). Nettoexporten var den komponent av BNP som först visade tecken på återhämtning. Redan under 1991 började förbättringen. Den berodde inte på ökad export utan på fallande import. Exportvolymen föll under 1991. Först under 1993 började en stark tillväxt (Tabell 4).

Tre faktorer låg bakom uppgången i nettoexporten: den nominella växelkursdeprecieringen, moderata löneökningar och stark produktivitetsförbättring. Markens försvagning 1991–93 förbättrade konkurrenskraften och återställde därmed den externa balansen. Växelkursens fall gjorde också behovet av en dämpad utveckling av de inhemska priserna och kostnaderna mindre. Om växelkursen för marken hade hållits fast, skulle en större nedpressning av de inhemska priserna, producent- såväl som tillgångspriserna, ha blivit nödvändig, det vill säga kravet på desinflation eller rent av deflation skulle ha varit starkare.

Effekterna av deprecieringen blev kraftiga och förvånansvärt långvariga. Den starka tillväxten i exporten under 1993–2000, en viktig drivkraft bakom återhämtningen, möjliggjordes av den förbättrade konkurrenskraften (Tabell 4). Enligt traditionella makroekonomiska läroböcker har en nominell förändring av växelkursen effekter på produktionen på kort sikt. På lång sikt har den effekt enbart på prissidan. Detta mönster får dock inte stöd av den finska utvecklingen. Här verkar det som om deprecieringen gav en positiv produktionsimpuls under många år.

Den centrala löneförhandlingsprocessen bröt samman 1993. Löneförhandlingar skedde därefter på industrinivå. Den borgliga regeringen och arbetsgivarna önskade decentralisera avtalsförhandlingarna till industri- och företagsnivå. Resultatet blev dock inte det förväntade: löneökningarna blev mycket höga under 1994. År 1995 etablerades centrala löneförhandlingar genom ett starkt stöd från den nya socialdemokratiska regeringen. Den höga arbetslösheten och regeringens samarbete med arbetsmarknadsparterna höll tillbaka lönekraven, vilket underlättade återhämtningen.

Det fanns också mikroekonomiska faktorer bakom återhämtningen, nämligen strukturella förändringar och så kallad kreativ förstörelse. Den stora depressionen och den efterföljande återhämtningen under 1990-talet utlöste ”schumpeterianska” förändringar av den finska ekonomin. Den finska exportens struktur förändrades med framväxten av nya industrier och nya handelspartner. Produktiviteten förbättrades genom investeringar i maskiner och annan utrustning, genom privata och offentliga satsningar på forskning och utveckling, genom utbildning och utländska direktinvesteringar samt genom icke-rapporterat övertidsarbete. Företag lades ned samtidigt som nya startades. Arbetskraften flyttade till fabriker med högre produktivitet.

Krisen vände den långa trenden med stigande sysselsättning inom den offentliga sektorn. Inte bara förlustbringande privata företag minskade antalet anställda utan även inom den offentliga sektorn sades anställda upp. Med den höga öppna arbetslöshet fanns plötsligt arbetskraft i överflöd för de privata företag som var vinstgivande och önskade expandera. En stor del av produktivitetstillväxten i den finska tillverkningsindustrin under 1990-talet berodde på de strukturförändringar som ägde rum.<sup>34</sup>

Den finska krisen blev så allvarlig delvis på grund av en stor utländsk skuld och devalveringens effekt på skuldens realvärde. I en sluten ekonomi befinner sig långivarna och låntagarna i samma land. Även om de överskuldssatta låntagarna måste minska sin konsumtion och sina investeringar för att betala tillbaka sina lån, kompenseras deras efterfrågebortfall delvis av att långivarnas efterfrågan stiger genom överföring av köpkraft från de låntagare som amorterar sina lån. Om låntagarna går i konkurs uppstår negativa förmögenhetseffekter, som minskar den ekonomiska aktiviteten.

I en öppen ekonomi finns liknande mekanismer. När finska företag betalade tillbaka på sina utländska lån under krisens värsta år förstärktes förvisso den inhemska krisen. Å andra sidan lättades situationen i Finland av deprecieringen av marken, vilket gav fart åt exporten, samt av att utländska investerare placerade i aktier noterade på den finska börsen redan innan de sista restriktionerna på utländskt aktieäggande avskaffades under 1994. Detta gav stöd åt återhämtningen på börsen. Under åren 1991–1992 var dock denna effekt försumbar. Markens depreciering gjorde att de finska aktiekurserna framstod som billiga för utländska investerare, vilket bidrog till ett inflöde av utländskt kapital till Helsingforsbörsen och med tiden till kraftiga prisstegringar på aktier.

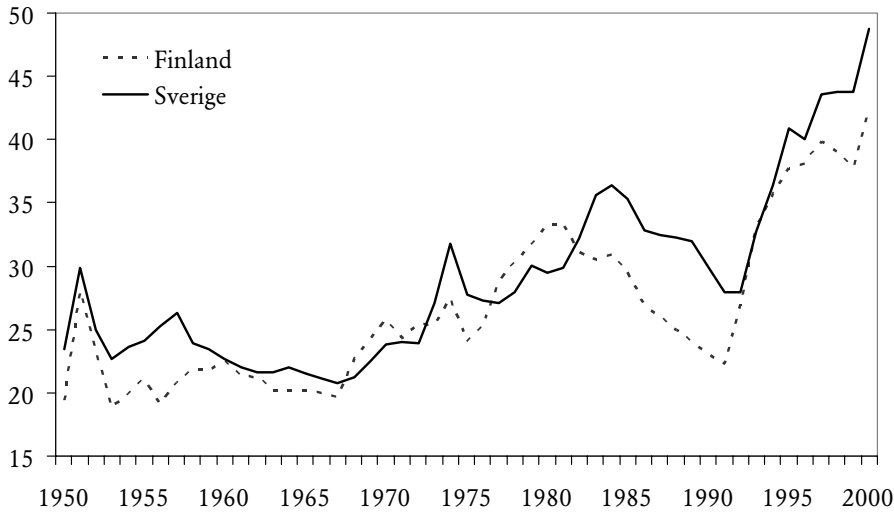
Den snabba återbetalningen av den privata sektorns utländska lån – i de flesta fall framtvängade av oroade långgivare – i synnerhet under våren 1993, dämpade den inhemska aktiviteten. Deprecieringen av marken gjorde att värdet på lån som finska företag, privatpersoner och institutioner tagit i utländsk valuta steg. Rädslan för en fortsatt försvagning av valutans föranledde många företag att amortera sina lån till en förhållandevis svag markkurs.

Devalveringen skapade betydande problem för de företag i den s.k. skyddade sektorn, d.v.s. den inhemska sektorn som inte idkade export och som inte råkade ut för importkonkurrens i nämnvärd utsträckning, som hade tagit lån i utländsk valuta. Företag i den skyddade sektorn hade inga stigande exportinkomster som kompenserade det stigande realvärdet på deras skuldbörda. De drabbades dessutom av den minskning i köpkraften som deprecieringen medförde. Den skyddade sektorn pressades således från två håll: av den växande skuldbördan och sjunkande efterfrågan. Effekterna av valutadeprecieringen motverkades till en viss del av en kraftig offentlig upplåning i utlandet vid samma tid.

### *Finland: Den ekonomiska politiken*

Beslutet att låta marken flyta i september 1992 innebar slutet för perioden med höga räntor. Till mångas förvåning blev det plötsligt möjligt att sänka räntan med nästan tio procentenheter. Fram till detta beslut hade centralbanken hävdats att en flytande valuta skulle få katastrofala följder. Enligt centralbankens budskap fanns ingen lätt väg till lägre räntor utan en smärtsam strukturell anpassningsprocess och utgiftsnedskärningar. Nu möjliggjorde lägre räntor ett lägre sparande och en stegring av tillgångspriserna (Figur 10 och 11). Det finansiella läget för skuldsatta hushåll och företag förbättrades. Konsumtionsutgifterna ökade åter 1994.

Finanspolitiken stramades åt under 1992 när det stod klart att budgetunderskottet skulle öka om inget gjordes. Regeringen minskade utgifterna och höjde skatterna. Krisårens finanspolitik kan uppfattas som procyklisk om man ser högre skatter, lägre förmånsnivåer och ett minskat antal anställda i den offentliga sektorn som kontraktiv politik. Ser man enbart på det stigande underskottet under 1990–1992 kan slutsatsen bli att finanspolitiken hade en expansiv effekt. Det växande underskottet var dock endogent till sin natur, d.v.s. orsakerna till det fanns inom landet och var en återspeglning av krisens effekter på statens inkomster och utgifter.



Figur 18. Exporten från Finland och Sverige mätt som andel av BNP 1950–2000. Procent.

Under återhämtningens första år (1994–1997) var finanspolitiken stram på utgiftssidan i ett försök att konsolidera de offentliga finanserna. Budgetbalansen förbättrades snabbt, snabbare än någon vågat förutspå. På sju år (1994–2000) förvandlades det offentliga underskottet på sex procent av BNP till ett överskott på sju procent. Finanspolitiken efter krisen var ändå inte alltigenom stram. Paavo Lipponens regering sänkte inkomstskatterna och arbetsgivaravgifterna, vilka hade höjts när regeringen Aho kämpade mot det stigande budgetunderskottet. Efter 1999 tilläts de offentliga utgifterna att öka på nytt.

I februari 1993 deklarerade Finlands Bank att målet för penningpolitiken var att stabilisera inflationstakten på 2 procent per år från och med 1995.<sup>35</sup> Banken tog samma steg som Sveriges Riksbank gjort en månad tidigare. Därmed fick Finland och Sverige samma inflationsmål för penningpolitiken. Några år senare, 1996, bestämde sig Finland för att bli fullvärdig medlem i euro-området. 1999 låstes den finska marken oåterkalleligt till euron. Den gemensamma valutan infördes i sin fysiska form i januari 2002 samtidigt som sedlar och mynt i mark togs ur cirkulation.

### *Sverige: Den ekonomiska utvecklingen*

Även för Sverige blev deprecieringen av valutan startskottet för återhämtningen. Tillväxten mätt med BNP vände upp under 1993 och förblev stark under återstoden av decenniet, med undantag för en konjunktursvacka 1996–1997 (Figur 1). Samtliga indikatorer på den ekonomiska aktiviteten visade åter positiva siffror efter 1993, men det var exporten som var drivkraften i återhämtningen (Tabell 4). Liksom i Finland ökade exporten i förhållande till den totala produktionen kraftigt: från knappt 28 procent av BNP 1992 till över 45 procent i slutet av årtiondet (Figur 18).

Flera faktorer låg bakom denna markanta uppgång i den ekonomiska aktiviteten. Viktigast var att den kraftiga och fortgående deprecieringen av kronan efter november 1992 stärkte konkurrenskraften (Figur 17). Deprecieringen bröt vidare den onda cirkeln med skulddeflation genom att möjliggöra en sänkning av räntan. Uppgången var svagare i den inhemska efterfrågan under återhämtningsfasen (Tabell 4). Både den privata och den offentliga konsumtionens andel av BNP sjönk åren efter krisen. Samtidigt förblev hushållens sparkvot på en högre nivå än innan krisen, något som tyder på en fortsatt förstärkning av den privata sektorns balansräkning.

Krisens effekter på sysselsättningen blev mer beständiga. Den låga arbetslöshetsnivån under 1980-talet uppnåddes inte. Först mot slutet av 1997 började den öppna arbetslösheten sjunka från den för Sverige höga nivån kring 8–10 procent. Krisen skapade förändring i den strukturella arbetslösheten.<sup>36</sup>

### *Sverige: Den ekonomiska politiken*

Kronfallet i november 1992 innebar slutet för fastkurspolitiken för kronan. Riksbanken införde i januari 1993 ett prisstabiliseringsmål som skulle gälla från 1995. Det formulerades som en årlig ökning av prisnivån med två procent, inom ett intervall på en procentenhet.<sup>37</sup> Efter beslutet att låta kronan flyta kunde Riksbanken övergå till en mindre rigorös penningpolitik med lägre räntor.<sup>38</sup> Efter en uppgång under 1993, orsakad av deprecieringen, föll inflationen och inflationsförväntningarna till den nivå Riksbanken satt som sitt mål. Den nya penningpolitiska regimen vann med tiden allmänhetens och marknadens förtroende.

Även finanspolitiken och dess spelregler förändras kraftigt efter krisen.

När tillväxten åter tog fart, återstod att stabilisera de offentliga finanserna. Såväl besparingar som skattehöjningar genomfördes. EU-medlemskapet och uppfyllandet av bestämmelserna i Maastricht-fördraget underlättade processen.<sup>39</sup> Budgetarbetet förändrades: det infördes utgiftstak och ett överskottsmål i de offentliga finanserna om 2 procent av BNP över konjunkturcykeln. Underskotten minskade snabbt och under senare hälften av 1990-talet minskade statsskulden som andel av BNP (Figur 15).

Krisen innebar ett tydligt byte av den stabiliseringspolitiska principen: övergång från fast till flytande växelkurs för kronan kombinerad med ett explicit prisstabiliseringsmål och institutionella reformer rörande finanspolitiken. Den nya strategin har vunnit förtroende i samhället i stort. Efter folkomröstningen i september 2003, då väljarna förkastade förslaget att införa euron, kommer den nuvarande penningpolitiska linjen med rörlig kronkurs att stå fast under överskådlig tid.

### *Det gemensamma mönstret*

Finland och Sverige upplevde samma snabba återhämtning under åren 1993–2000. Den var som kraftigast under åren 1994–1995 – närmast efter den djupaste fasen av krisen. Sedan följde en kort lågkonjunktur som övergick till högkonjunktur i slutet av 1990-talet. Den främsta drivkraften bakom uppgången var deprecieringen av marken och kronan efter beslutet att låta den finska och den svenska valutan flyta på hösten 1992. Den konkurrensfördel som vanns genom deprecieringen visade sig förvånansvärt långvarig. Exporten växte kraftigt och bytesbalansöverskotten blev betydande. De användes till att amortera utlandsskulden, både den statliga och den privata. Återhämtningen underlättades av att de korta och långa räntorna sjönk. Denna nedgång motverkade effektivt de tendenser till skuldeflation som uppkom under krisen. Konjunkturuppsvinget i Europa och USA gynnade också återhämtningen.

Den omfattande och bestående arbetslösheten bidrog till att återhämtningen ägde rum utan större nominella lönelöft. Arbetslösheten sjönk långsamt under den senare hälften av 1990-talet. Sysselsättningen kom dock inte tillbaka till den höga nivå som registrerades kort före krisens utbrott.

Penningpolitiken i Finland och Sverige blev klart expansiv genom övergången till flytande växelkurs. Den svenska riksbanken annonserade ett inflationsmål på två procent i januari 1993 att gälla från och med

1995. Finlands Bank tog samma steg när den införde ett inflationsmål på två procent i februari 1993.

De stora budgetunderskotten kvarstod under 1993–1994 men kunde sedan pressas ned av en finanspolitik som var inriktad på att skapa budgetbalans. Något utrymme för aktiv eller diskretionär finanspolitik, d.v.s. en politik där man kunde göra mera oberoende finanspolitiska linjedragningar, gavs emellertid inte under dessa år.

*Tabell 5.* En stiliserad sammanfattning av 1990-talskrisen i Finland och Sverige

### 1. Utgångsläget 1985

Omfattande interna och externa kreditmarknadsregleringar begränsar räntenivån samt utbudet på lån. Hög inflationstakt och höga inflationsförväntningar är väl förankrade sedan början av 1970-talet, vilket tillsammans med reglerade nominella räntor bidrar till låga realräntor. Skattesystemet uppmuntrar till låntagande. Hushållen och företagen är kreditransonerade, det vill säga stora obalanser existerar vid rådande ränte-, inflations- och skattesituation. Kunskaperna är bristande rörande riskhantering på oreglerade finansiella marknader.

### 2. Boom 1985–1990

*Politikåtgärder:* Den inhemska kreditmarknaden avregleras. Inga åtstramande åtgärder vidtas samtidigt med avregleringen. Högkonjunkturen under de följande åren möts till en början inte med någon stabiliseringspolitisk åtstramning. Penningpolitiken är bunden av den fasta växelkursen. Finland gör ett misslyckat försök 1987 att dämpa konjunkturuppgången genom att revalvera sin valuta. Finanspolitiken förblir expansiv.

*Politikens effekter:* Utlåningen ökar snabbt. Belåningsutrymmet för fastigheter och andra tillgångar ligger till grund för kreditexpansionen. Skuldkvoten, det vill säga volymen skulder i relation till BNP, stiger raskt. Inflationstakten och därmed inflationsförväntningarna stiger. Realräntan efter skatt och korrigerad för inflationsförväntningar ligger nära noll eller blir i vissa fall negativ för företag och hushåll, vilket driver på deras låntagande.



Tillgångsinflationen är stark. Tillgångspriserna (priser på fastigheter samt aktier) ökar snabbare än konsumentpriserna. De stigande tillgångspriserna bidrar till uppvärdering av belåningsvärden och därmed till fortsatt kreditexpansion. Det finansiella systemet befinner sig i en period av kraftig expansion.

Extrem högkonjunktur råder i finsk och svensk ekonomi 1988–1989 med låg arbetslöshet, överfull sysselsättning, stigande konsumtion och fallande sparkvot. Den privata konsumtionen överstiger hushållens disponibla inkomst. Kraftig uppgång i bostadsbyggandet registreras. Problem med bytesbalansen uppstår när exporten försvagas. Tecken på övervärderad valuta dyker upp. Budgetunderskottet övergår till ett mindre budgetöverskott under överhettningen.

*Externa förhållanden:* Den starka internationella konjunkturuppgången 1985–1990 bidrar till uppgången i den finska och den svenska ekonomin.

### 3. Nedgångsfasen 1990–1993

*Politikåtgärder:* Uppgången bryts av en kombination av faktorer. Realräntan stiger utomlands som följd av omläggningen av tysk penningpolitik i samband med finansieringen av den tyska återföreningen. Valutaregleringen avskaffas i Sverige 1989 vilket öppnar för ett utflöde av kapital. Skattereformen 1990–1991 gör låntagande mindre attraktivt och gynnar sparandet.

Penningpolitiken blir stramare genom ecu-kopplingen under 1991 i Finland och Sverige. Finska och svenska räntor stiger på grund av försvaret av den fasta växelkursen i samband med återkommande spekulativa attacker.

*Politikens effekter:* Kostnadsläget försämras. Den finska och den svenska valutan blir övervärderad. Exportindustrins konkurrenskraft försämras med ”utträngning” av exportsektorn som följd. Oväntad och snabb nedgång i inflationstakt och inflationsförväntningar 1990–1992 bidrar till en kraftig uppgång i realräntan. Tillgångsdeflation uppstår på grund av att snabbt stigande realräntor reducerar värdet på reala tillgångar. ”Hål” i balansräkningar uppstår när tillgångsvärden, främst fastigheter, faller under belåningsvärden. Egenkapitalet reduceras. Antalet konkurser ökar extremt snabbt. Tillgångsdeflationen

visar tendenser till att blir kumulativ, det vill säga utförsäljning av tillgångar driver ned deras pris, vilket i sin tur utlöser nya försäljningar.

Konsumtionen minskar. Hushållens sparkvot ökar kraftigt. Kapitalstocken blir "överdimensionerad" i samband med uppgången i realräntan. Investeringarna faller, i synnerhet inom bostadssektorn. Omfattande utslagning av industri och arbetstillfällena äger rum. Arbetslösheten rusar i höjden. Sysselsättningen minskar kraftigt. Skatteintäkterna faller och de offentliga utgifterna stiger. Budgetunderskottet ökar dramatiskt.

En allvarlig finansiell kris uppstår när volymen av dåliga lån växer snabbt. Det finansiella systemet sätts i gungning.

Marken och kronan blir föremål för allt hårdare spekulativa attacker. En internationell valutakris utbryter i september 1992. Den finska marken får flytande kurs i september 1992. Kronan blir flytande i november 1992.

#### 4. Återhämtningen 1993–2000

Nedgången i finsk och svensk ekonomi bryts. Konjunkturuppgång pågår 1993–1995 med bestående hög arbetslöshet. Arbetslösheten börjar falla först i mitten av 1990-talet och faller sedan trendmässigt.

Kraftig uppgång i exporten driver återhämtningen. Löner och priser hålls relativt stabila på grund av den höga arbetslösheten. Inflationsmål införs för penningpolitiken. Finanspolitiken inriktas på att dämpa budgetunderskottet. Inflationstakten hålls på en låg nivå, runt två procent per år 1995–2000.

Det institutionella ramverket för stabiliseringspolitiken förändras fundamentalt. Finland väljer att bli medlem i euroområdet och inför den gemensamma europeiska valutan i januari 1999. I Sverige ändras den institutionella ramen för penning- och finanspolitiken på ett grundläggande sätt. Riksbanken blir mer självständig. Finanspolitiken görs mer restriktiv genom utgiftstak. Sverige väljer att behålla sin nationella valuta. Finsk och svensk penningpolitik tar vid sekelskiftet två fundamentalt olika vägar.

## VARFÖR FÖRSVARADES VÄXELKURSEN SÅ ENVIST?

I Finland och Sverige försvarades den fasta växelkursen hårdnackat och till stora kostnader. Det politiska etablissemanget och ekonomkåren stödde den fasta växelkursen ”till det bittra slutet”. Försvaret av den fasta kursen förefaller desto märkligare med tanke på att växelkursändringar var ett vanligt använt ekonomisk-politiskt medel under tiden före fastkurspolitiken. Hur kan denna reaktion förklaras?

### *Finland*

Under stor del av efterkrigstiden var den finska inflationen ofta högre än i konkurrentländerna. Detta bidrog till betalningsbalanskriser där problem med konkurrenskraften löstes genom devalvering av marken. Devalveringarna korrigerade den försvagade konkurrenskraft och den fallande vinstnivå som den höga inflationen skapat. Samtidigt stimulerade devalveringarna investeringarna, särskilt inom exportindustrin. Finlands devalveringshistoria skiljer sig inte märkbart från mönstret i en rad andra industriländer. Markan följde francen, pundet och den svenska kronan. Å andra sidan försvagades marken avsevärt mot D-marken, yenen, den schweiziska francen och dollarn. Finska ekonomer analyserade mönstret med återkommande devalveringar med utgångspunkt från begreppet devalveringscykel.

Efter att Bretton Woods-systemet kollapsade försökte Finland hålla det genomsnittliga värdet på marken stabilt, där markens kurs bestämdes av en handelsvägd valutakorg. Innan Finland blev medlem i EU 1995 var landet inte formellt med i EU-ländernas växelkurssamarbete. I praktiken var dock Finland nära knutet till samarbetet, i synnerhet efter kopplingen till ecun 1991.

Devalveringspolitiken var omtvistad sedan 1950-talet. Många ekonomer ansåg att en relativt flexibel växelkurs var en lämplig valutapolitisk strategi. Endast ett fåtal var bestämda motståndare till devalveringar. Fram till det tidiga 1980-talet fanns ett starkt stöd för en flexibel markkurs, där den fasta växelkursen kunde ändras vid behov. Alternativet till devalvering, det vill säga fast växelkurs, ansågs som en onödigt hård politik. Ännu under 1970-talet var det möjligt att bestämma om devalveringar bakom lyckta dörrar eftersom de internationella kapitalrörelserna var reg-

lerade och de spekulativa kapitalrörelserna tämligen små. Detta förändrades under 1980-talet.

Redan under 1970-talet började åsikten sprida sig att de positiva effekterna av upprepande devalveringar inte var så stora som man tidigare föreställt sig.<sup>40</sup> Devalveringarna påverkade de ekonomiska aktörernas förväntningar och beteende på ett sätt som gradvis minskade de gynnsamma effekterna av en systematisk devalveringspolitik. Vinsterna av en devalvering försvann efter ett par år. På längre sikt blev effekten av en devalvering endast högre inflation än i andra länder, vilken med tiden tvingade fram en ny devalvering. Detta resonemang förkastade en stabiliseringspolitik som gav upphov till devalveringscykler.

Integrationen av de internationella finansmarknaderna under det tidiga 1980-talet förstärkte behovet av att bryta devalveringscykeln. Efter devalveringen 1982 ställde sig de flesta finska ekonomer bakom en fastkurspolitik. Antidevalveringspolitiken vann trovärdighet när Finlands Bank lyckades att försvara marken i augusti 1986. Banken fick snabbt slut på spekulationsattacken genom att temporärt höja den korta räntan till 40 procent. Denna episod gav emellertid en alltför optimistisk bild av möjligheterna att försvara markkursen. Utvecklingen efter augusti 1986 stärkte tron på den fasta kursen. Även om bytesbalansen fortfarande uppvisade ett underskott, så uppvägdes detta av ett ännu större kapitalinflöde, vilket utsatte marken för ett apprecieringstryck. Finlands Bank tvingades ingripa på valutamarknaden för att hindra appreciering utanför det tillåtna spannet.

Fastkurspolitiken stöddes också av utvecklingen inom den national-ekonomiska vetenskapen. Ekonomer poängterade vikten av trovärdighet och normpolitik samtidigt som den traditionella keynesianska efterfrågepolitiken ifrågasattes. Detta synsätt hämtade inspiration från den så kallade rationella förväntningsrevolutionen samt från monetarismen. De nya teorierna satte fokus på att bekämpa inflationen och skapa stabilitet och trovärdighet för centralbankens åtgärder.

Ansvariga politiker försökte nu bryta med den finska devalveringshistorien. Efter devalveringarna i början på 1980-talet fanns en stark vilja att hålla devalveringsdörren stängd, något som ofta deklarerades öppet av de politiskt ansvariga. I början på 1990-talet tillmättes fastkurspolitiken inte någon större grad av trovärdighet av marknadens aktörer eller av allmänheten. Likväl var den officiella linjen att den fasta växelkursen skulle utgöra ankaret för den ekonomiska politiken.

Valutakrisen under 1992 sågs till en början som ett test av politiken med fast växelkurs. Valutaunionen gav en möjlighet att bevisa den politiska viljan att hålla fast vid att devalveringsvägen för alltid hade övergivits. Politiker hade ett unikt tillfälle att vinna trovärdighet för vad man sagt i nästan tio år. Vanns den striden, skulle devalveringsförväntningarna bli betydligt svagare i framtiden.

En fritt flytande mark med ett prisstabiliseringsmål fanns inte på dagordningen, vare sig inom ekonomkåren eller hos de politiska beslutsfatta-  
rna. Detta alternativ växte fram först efter det att försvaret av marken hade misslyckats. I början av 1990-talet var fasta växelkurser normen i Västeuropa. Politikerna hade således att välja mellan att kämpa för att upprätthålla den fasta växelkursen eller ge upp och gå tillbaka till ett devalveringsbeteende som man förkastat i retoriken. De politiska incitamenten var klart för ett hårdnackat försvar.

En annan faktor bakom den finländska valutakurspolitiken var önskan att förbereda den finska ekonomin för en framtida integration med Västeuropa med en fastkurspolitik. President Koivisto och olika regeringar – från Sorsa (1983–1987) och Holkeri (1987–1991) till Aho (1991–1995) och Lipponen (1995–2003) – konstaterade att Finlands möjligheter att samarbeta med och bli medlem av Europeiska unionen kunde försämrats med en valutakurspolitik som avvek från den europeiska fastkurspolitiken.

Den finska växelkurspolitiken före och under 1990-talskrisen med målet att hålla en fast växelkurs och låg inflation var således ett försök att bryta med vad som uppfattades som den ”skadliga” eller till och med ”skamliga” inflations–devalveringscykeln. Detta blev lärdomen från historien med devalveringar. I efterhand kan denna tolkning framstå som tveksam. Det var efter de stora devalveringarna 1981–1982 som tillväxten var som högst. Samma mönster uppkom efter den stora deprecieringen 1992.

### *Sverige*

Varför försvarades den fasta kronkursen så kraftfullt under hösten 1992? De svenska åtgärderna med 500 procents ränta under en kort tid och med politisk uppslutning bakom gemensamma så kallade krispaket väckte internationell uppmärksamhet. Inget annat land uppvisade en liknande beslutsamhet när det gällde att stå kvar vid den fasta växelkursen. Många

valutor med fast växelkurs blev föremål spekulation under september 1992. Storbritannien, Italien och Finland såg sig tvingade att övergå till rörlig växelkurs denna månad. Sverige avvek från detta mönster genom att det svenska politiska etablissemanget slöt upp bakom den fasta kursen. Kronförsvaret höll fram till den 19 november 1992.

Kronförsvaret under denna tid kan bäst förklaras av de lärdomar som ekonomer och politiker dragit av den stabiliseringspolitik som drivits tidigare. Kronförsvaret, som var en del av fastkurspolitiken i slutet av 1980- och början av 1990-talet, vilade på erfarenheterna av devalverings- och ackommodationspolitiken under 1970-talet och början av 1980-talet. Den centrala lärdomen från denna tid var att Sverige skulle undvika ”lös-kurspolitik” och övergå till fastkurspolitik. Den fasta växelkursen skulle vara medlet för att uppnå låg och bestående inflation samtidigt som den skulle fungera som ett intermediärt mål för Riksbanken.

Denna lärdom, liknande den i Finland, växte fram och förstärktes under den senare hälften av 1980-talet. Detta synsätt, där prisstabilisering eller låg inflation ses som den övergripande normen för den ekonomiska politiken och fast växelkurs som medlet för att nå stabil prisnivå, utvecklades först i Studieförbundet Näringsliv och Samhälle SNS Konjunkturråds rapporter från 1985 fram till 1992. Fastkurspolitiken accepterades med tiden av i stort sett hela ekonomkåren och av de politiska partierna.

En rad ekonomisk-politiska åtgärder under de närmast följande åren kan tolkas som inspirerade av normfilosofin. Den socialdemokratiska regeringen vidtog ett antal finanspolitiska åtstramningar efter valet 1988 för att skapa trovärdighet för den fasta växelkursen för kronan. Regeringens finansplan i januari 1991 markerade ett klart retoriskt stöd för en låginflationspolitik genom att ge högre prioritet åt låg inflation än åt full sysselsättning. Kopplingen av kronan till ecun i maj 1991 var ett led i denna politik.

De borgerliga partierna accepterade också normfilosofin. Inför valet 1991 utarbetade moderaterna och folkpartiet ett ekonomisk-politiskt program, *Ny start för Sverige*, influerat av normtänkande och utbudsekonomi. Programmet hade föregåtts av bland annat en serie gemensamma seminarier med nationalekonomer under februari–april 1991. Vid dessa möten framgick hur starkt förankrat normtänkandet var hos ledande ekonomer. Ulf Jakobsson beskrev på seminariet den nationalekonomiska uppfattningen om finans-, penning- och skattepolitik på följande sätt: ”Synen på finanspolitiken har svängt. Det råder nu konsensus om att möjligheter-

na att stabilisera ekonomin genom finanspolitiken är starkt begränsade ... Finanspolitikens roll i framtiden kommer att vara ytterst begränsad. Vi har ju valt att föra en fast växelkurspolitik. ... Vi måste investera i förtroende och använda konjunkturedgången till att få ned inflationstakten. ... Finanspolitiken kan bara göra skada. Däremot är strukturpolitik av största vikt. En intern devalvering är inte att rekommendera.”<sup>41</sup>

Andra ekonomer var mer reserverade och pekade på det ogynnsamma kostnadsläget för industrin och farorna med stigande arbetslöshet.

Resultatet blev att *Ny start för Sverige* lade tyngdpunkten på tillväxt- och utbudspolitik. Programmet vilade på en fast växelkurs för kronan och föreslog även en självständigare ställning för Riksbanken. *Ny start för Sverige* var ett program för ekonomisk tillväxt. Anne Wibble, folkpartist och finansminister i den borgerliga regeringen 1991–1994, noterade att ekonomernas råd från seminarierna under våren 1991 utmynnade i ”att föra hårdvalutapolitik”.<sup>42</sup> Så här skrev Wibble om den borgerliga regeringens planering inför maktskiftet: ”Ny start för Sverige’ som vi utarbetade tillsammans med moderaterna under ett antal seminarier vintern och våren 1991, uppvisar goda insikter i strukturpolitiska krav, men – av förklarliga skäl – inte de akuta kriser som vi möttes av.”<sup>43</sup>

Den nya borgerliga regeringen som kom till makten efter valet i september 1991 grundade sin ekonomiska politik på den fasta kronkursen. Devalveringar var uteslutna från detta program enligt Wibble: ”Regeringen hade från första början gjort den fasta växelkursen till ett ankare i den ekonomiska politiken. Jag hade från min tid som politisk tjänsteman under tidigare borgerliga regeringar egen erfarenhet av att återkommande devalveringar inte löste några problem. Den socialdemokratiska regeringen hade efter sin jättedevalvering 1982 gjort klart att nu fick det vara nog. Nya devalveringar skulle urholka Sveriges trovärdighet.”<sup>44</sup>

När Anne Wibble som nybliven finansminister mötte den akuta krisen, såg hon som sitt huvudmål att skapa trovärdighet för den fasta växelkursen. Medlet var att begränsa budgetunderskottet genom höjda skatter och sänkta utgifter. Åtgärder mot budgetunderskottet skulle ”öka förtroendet och ge utrymme för räntesänkningar”.

Att sanera budgeten blev också ledstjärnan i den första krisuppgörelsen, som träffades mellan den borgerliga regeringen och den socialdemokratiska oppositionen i september 1992 när kronan stod under spekulativt tryck. När budgetsaneringsvägen visade sig politiskt svår att följa, försökte regeringen och oppositionen genomföra en intern devalvering ge-



nom sänkta arbetsgivaravgifter i det andra krispaketet i september 1992. Finansdepartementet planerade för ytterligare intern devalvering, men dessa planer skrinlades när kronan fick en flytande växelkurs i november 1992.

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

Prognoserna från Konjunkturinstitutet, Riksbanken och finansdepartementet under krisperioden var klart missvisande. De vilade på modeller konstruerade med hjälp av teorier och data från tiden när kreditmarknaden var reglerad. Prognosmodellerna var inte lämpade att analysera en process driven av uppgången i realräntan, värdefall på tillgångsmarknaderna, internationella valutakriser och valutaspekulation. Prognosfelen blev därför större, ju djupare krisen utvecklades.

Den makroekonomiska utvecklingen överraskade de beslutsfattare som var ansvariga för stabiliseringspolitiken. Finansministern i den socialdemokratiska regeringen 1982–1989 Kjell-Olof Feldt beskriver sin reaktion på följande sätt: ”Det torde numera vara klarlagt att varken den socialdemokratiska regeringen under sina sista år eller den år 1991 nyttillträdde borgerliga koalitionen var medveten om vilken ekonomisk avgrund som öppnade sig framför dem.”<sup>45</sup>

Bengt Dennis, riksbankschef under åren 1982–1994, gör en likartad bedömning av krisen i det finansiella systemet: ”Riksbanken förutsåg lika litet som Finansinspektionen och Finansdepartementet en bankkris av den omfattning och det djup som följde. Vi såg tidigt ökande problem i den finansiella sektorn men väntade oss ett lugnare förlopp av den sanering som måste till.”<sup>46</sup>

De finansiella marknaderna hade varit reglerade sedan andra världskriget – så länge att ekonomer och politiker hade glömt vilken roll finansmarknaden kunde spela om den var fri och öppen. Förståelse för stabiliseringspolitikens förutsättningar i ett Sverige som var finansiellt integrerat med omvärlden saknades.



*Det gemensamma mönstret*

Såväl Finland som Sverige försvarade den fasta växelkursen energiskt under krisens första fas. Skälet till denna reaktion finns att söka i erfarenheterna från devalveringspolitiken under 1970- och 1980-talen. Den centrala lärdomen från denna tid blev att man borde undvika ”löskurspolitik” och övergå till fastkurspolitik. Den allmänna uppfattningen bland ekonomer och politiker var att devalveringarna inte hade löst vare sig Finlands eller Sveriges långsiktiga ekonomiska problem, utan maskerat dem på kort sikt.

Av detta skäl uppfattades en fast växelkurs som en lovande strategi för valutapolitiken. Den skulle, som ankare för penningpolitiken, vara ett medel att uppnå låg inflation och därmed skapa förutsättning för god tillväxt och sysselsättning. Båda länderna valde dessutom att närma sig Europeiska gemenskapen genom att koppla sin valuta till ecun. Med tiden visade det sig att förutsättningarna för en fastkurspolitik hade undergrävt genom den finansiella avregleringen.

## LÄRDOMAR FÖR DEN EKONOMISKA POLITIKEN

*Finland*

Den viktigaste makroekonomiska lärdomen var att det var omöjligt för ett litet land som Finland att upprätthålla en fast växelkurs med en egen valuta och samtidigt ha fria kapitalrörelser. Flytande kurs för marken fungerade väl under åren 1992–1996. Finland valde dock att avskaffa sin egen valuta så snart möjligheten gavs och bli en fullvärdig medlem i den europeiska monetära unionen EMU. Finländska beslutsfattare ansåg att erfarenheterna från valutakriser 1991 och 1992 visade att en egen flytande valuta inte skulle vara tillräckligt stabil. Med detta synsätt blev euron – en oåterkalleligen fast växelkurs – ett bättre alternativ.

En annan viktig lärdom av krisen var att skuldsättningen och ränteriskerna inom den privata sektorn skulle övervakas mer noggrant. Regeringen förstärkte bank- och finansinspektionen, som också omorganiserades. Finanspolitiken inriktades på att skapa större överskott än tidigare. Regeringen började använda utgiftstak för hela mandatperioden.

Krisen ledde till en rad reformer. Företags- och kapitalinkomstbeskatt-

ningen sänktes 1993. Företag kunde därigenom förstärka sitt egenkapital och minska sin skuldsättning. Andra reformer gjordes inom socialpolitiken. Dessa syftade till besparingar och till starkare incitament att söka arbete.

Som följd av krisen förstärktes centraliseringen av avtalsförhandlingarna. Fackföreningsrörelsen lyckades få regering och arbetsgivare att godkänna ett system med buffertfonder när Finland blev EMU-medlem. Buffertfonderna, som styrs gemensamt av de fackliga centralorganisationerna och arbetsgivarna, skall användas för att finansiera arbetslöshetsersättningar och undvika höjningar i sociala avgifter vid lågkonjunktur.

### *Sverige*

Den förhärskande synen på utformningen av stabiliseringspolitiken förändrades fundamentalt av finanskrisen, kronans fall och övergången till flytande växelkurs i november 1992. Den grundläggande lärdomen var att Sverige inte kunde återgå till en fast men justerbar växelkurs. Den finansiella avregleringen och internationaliseringen av kapitalmarknaderna innebar att en fast växelkurs skulle hotas av spekulativa attacker i fall motsättning mellan den fasta växelkursen och den inhemska utvecklingen skulle uppstå.

Krisen i början av 1990-talet påverkade de penning- och finanspolitiska institutionerna mer än någon annan depression under 1900-talet. Lärdomarna kom framför allt efter det att kronan föll i november 1992, men baserades på erfarenheter och forskning dessförinnan. Så länge växelkursen var fast, var stödet för hårdvalutapolitiken i det närmaste unisont. Kronans fall öppnade för nya debatter, nya utredningar och nya synsätt.<sup>47</sup>

Under senare hälften av 1990-talet ändrades också lagstiftningen kring Riksbanken, den finansiella övervakningen och finanspolitiken. Den viktigaste lärdomen av 90-talskrisen angående penningpolitiken var att Riksbanken behöver ett tydligt och lagstiftat prisstabilitetsmål, även kallat inflationsmål eller inflationsnorm, för sin verksamhet. Sedan slutet av 1990-talet har dessa lärdomar införts i Riksbankslagstiftningen.

En fundamental lärdom av krisen var att staten hade en central roll att spela när landet drabbas av en finanskris, nämligen att garantera det finansiella systemets existens och därmed upprätthålla betalningssystemet. Den implicita insättningsgarantin gjordes officiell.

Krisen i början på 1990-talet gav också ett antal lärdomar om budget-

politiken, vilka har omsatts i lagstiftning. Riksdagen satte ett tak på offentliga utgifter under våren 1995 och det trädde i kraft våren 1996. I dag hanteras budgeten av riksdagen med hjälp av ett budgettak som motverkar ökningarna i de offentliga utgifterna.

### *Det gemensamma mönstret*

Krisen i Finland och Sverige bidrog till en livlig debatt mellan ekonomer och politiker om stabiliseringspolitikens mål, medel och institutioner. Krisen påverkade utformningen av institutionerna för stabiliseringspolitiken. Centralbanken gavs en mer självständig ställning. Inflationsmål infördes. Grunden lades för en ny typ av ramverk för finanspolitiken.

Den stora skillnaden mellan båda länderna är att Finland gick med i euro-området medan Sverige valde att stå utanför med egen valuta. Krisen har således lett till två olika valutapolitiska vägar för länderna trots att krisförloppet i stort sett var detsamma. För första gången i modern tid har Finland och Sverige valt två olika penningpolitiska regimer.

## SAMMANFATTNING

Vår analys har visat att Finland och Sverige har varit två ekonomiska en-ägstvillingar som följde i stort sett samma bana under det sista kvartssektlet av 1900-talet. De drabbades samtidigt av en kris som blev den svåraste under efterkrigstiden. Krisens anatomi i de båda länderna var identisk. Den finansiella avregleringen under 1980-talet blev startskottet för en boom-bust-cykel. Den bidrog till kreditexpansion, tillgångsprisinflation, snabb tillväxt i konsumtion och investeringar, inflöde av utländskt kapital, sjunkande konkurrenskraft och spekulation mot de fasta växelkurserna i de båda länderna. Sedan bröts kreditexpansionen när realräntorna steg. Under krisfasen utvecklades en ”ond cirkel” av stigande realräntor, fallande tillgångspriser (tillgångsprisdeflation), finansiell instabilitet, kraftigt växande budgetunderskott, stigande arbetslöshet och stagnation.

Den inhemska krisen i kombination med valutaoron i Europa svepte bort den fasta växelkursen under hösten 1992. Den finansiella revolutionen undergrävde förutsättningarna för en återgång till fast växelkurs efter krisen. Övergången till prisstabilitetsmålet blev det enda alternativ som återstod för Finland och Sverige.

Realräntans utveckling och förändringar i förmögenhetsvärdena spela-

de en central roll i processen. Krisen utlöstes av en höjning av realräntorna genom dels en stegring i det internationella ränteläget, dels en stramare inhemsk finans- och penningpolitik. Höga realräntor underminerade värdet på hushållens och företagens tillgångar, vilket skapade en process med fallande tillgångspriser. Denna ledde till svåra problem i det finansiella systemet och omfattande budgetunderskott då regeringarna tvingades "socialisera" de förluster som skulddeflationsprocessen medförde.

De ansvariga för den ekonomiska politiken såväl som ekonomerna överraskades av snabbheten och styrkan i nedgången. De förstod inte de makroekonomiska konsekvenserna av fallande tillgångspriser. Dåtidens beslutsfattare var helt enkelt inte medvetna om den händelsekedja som utlösts av den finansiella avregleringen. Försöken att skapa budgetbalans genom högre skatter och utgiftsnedskärningar ledde till ytterligare lägre privat efterfrågan, vilket fördjupade krisen. Avregleringen i sig var ett önskvärt steg inom ramen för en strukturell politik att förbättra finsk och svensk ekonomi. Den borde dock ha kombinerats med andra åtgärder som skulle ha motverkat den våg av upplåning som svepte fram när kreditlössarna öppnades på vid gavel.

Upps slutningen kring den fasta växelkursen var stark. Stödet för den fasta kursen var en reaktion mot devalveringspolitiken under 1970- och 1980-talet. Det gällde att undvika att på nytt hamna i en devalveringscykel med hög inflation. Till slut tvingades dock centralbankerna ge upp sina fasta växelkurser och låta sina valutor flyta. Återhämtningen drevs på av en kraftig exportuppgång. Arbetslösheten förblev dock hög under flera år och har ännu inte sjunkit tillbaka till den låga nivå som rådde innan krisen.

Ett starkt skäl för att betona det finansiella systemets betydelse är att den typ av kris som Finland och Sverige genomgick i början av 1990-talet har slående likheter med krisförloppet i andra ekonomier som senare avreglerade sina finansiella marknader samtidigt som växelkursen var fast. Finland och Sverige är inte unika. De låg först i kedjan av finansiella kriser som drabbade världsekonomin under 1990-talet.

Som ett resultat av erfarenheterna från krisen har Finland och Sverige reformerat den institutionella ramen för stabiliseringspolitiken. Bägge införde inflationsmål för penningpolitiken. I januari 1999 anslöt sig Finland till euro-området. Sverige har valt att behålla en egen valuta. Det återstår att se om Finland och Sverige – efter Sveriges beslut i folkomröstningen i september 2003 att stå utanför euro-området – kommer att vand-

ra på signifikant olika makroekonomiska vägar. Kommer de två ekonomiska tvillingarna att skiljas åt i framtiden efter ha följt samma stabiliseringspolitiska väg under efterkrigstiden?

## NOTER

- 1 Denna studie är en bearbetning av Jonung, Kiander & Vartia 2003.
- 2 Se Hagberg & Jonung 2006 (denna volym).
- 3 Kostnaderna i form av bortfall i nationalinkomst, industriproduktion och sysselsättning för de djupaste finska och svenska kriserna diskuteras närmare i Hagbergs och Jonungs kapitel i denna volym.
- 4 Det finns ingen stringent och allmänt accepterad definition på begreppet kris i den ekonomiska litteraturen. Med kris menar vi här en exceptionellt stark nedgång i den ekonomiska aktiviteten.
- 5 Det finns vid det här laget en omfattande litteratur om krisen i Finland och Sverige. Bland tidigare studier om den finska krisen kan nämnas Bordes, Currie & Söderström 1993, Åkerholm 1995, Kiander & Vartia 1996a, Kiander & Vartia 1996b, Honkapohja, Koskela & Paunio 1996 samt Honkapohja & Koskela 1999. Bland tidigare studier om den svenska krisen kan nämnas Jonung, Stymne & Söderström 1996, Jonung & Stymne 1997, Jonung 1999, kapitel 9 och bidragen i Jonung 2003.
- 6 Se till exempel Krugman 2000 och Rose 2001.
- 7 Den norska finansiella utvecklingen har stora likheter med den finska och svenska. Se Steigum 2003.
- 8 Se t.ex. Krugman 2000 och Rose 2001.
- 9 Fisher 1933.
- 10 Fisher 1933.
- 11 Tillämpbarheten av skuldeflationsteorin i en situation där den allmänna prisnivån inte sjunker har behandlats av bland andra Tobin 1980, Minsky 1982, King 1994 och Wolfson 1996.
- 12 Se till exempel Santamäki-Vuori & Parviainen 1996.
- 13 Santamäki-Vuori & Parviainen 1996.
- 14 Se Englund & Vihriälä 2003 för en närmare studie av den finansiella utvecklingen under 1990-talskrisen i Finland och Sverige.
- 15 För en beskrivning av de institutionella förändringarna på räntemarknaderna se Alho et al. 1985, Aaltonen et al. 1994, och Kullberg 1996.
- 16 Beskrivningar av det finansiella systemet före avregleringen finns i Pekkarinen & Vartiainen 1993, Kullberg 1996. Se också Lassila 1993 och Honkapohja & Koskela 1999.
- 17 Pentti Kouri – som tidigare var professor i nationalekonomi i New York och Helsingfors – försökte köpa betydande aktieposter i de största finländska bankerna och försäkringsbolagen. Kouri poängterar: ”Enskilda finansärer, ekonomiska aktörer och enskilda banker bestämmer inte den aggregerade kreditvolymen och penningmängden. De kan heller inte påverka huruvida det uppkommer en reces-

- sion, inflation eller deflation. Endast centralbanken kan påverka detta genom penning- och valutapolitiken. Om centralbanken pumpar in pengar i ekonomin eller möjliggör att pengar pumpas in i ekonomin via kapitalinflöden blir konsekvensen en uppgång i priserna på börsen.” Kouri 1996, 301.
- 18 Rolf Kullberg intervjuad i Kiander & Vartia 1997.
  - 19 Tidningarnas reaktioner på förslaget att begränsa kreditökningen genom skatteförändringar var negativa. Se Hautala & Pohjola 1988.
  - 20 Detta påpekades av dåvarande statministern Harri Holkeri. Behovet av åstramning betonades också av andra beslutsfattare.
  - 21 När den dåvarande finansministern Kjell-Olof Feldt 1985 sökte upp statsministern för att diskutera Riksbankens kommande beslut att avreglera, insåg han vid den av förslaget: ”Men den politiska innebörden var solklar: det betydde att socialdemokratien efter decenniernas segt motstånd överlämnade en av sina mest symbolfyllda bastioner för styrning av den svenska ekonomin till marknadskrafterna. Även om styrningen under senare år varit just symbolisk kunde det ändå tolkas som en stor eftergift åt den nyliberala ideologin, som vi socialdemokrater under många år ägnat så mycken kraft åt att bekämpa.” Olof Palme svarade: ”Gör som ni vill. Jag begriper ändå ingenting.” Därmed var det fritt för Riksbanken att avskaffa utlåningstaket – vilket blev det avgörande steget i avregleringsprocessen. Se Feldt 1991, 260.
  - 22 Se Svensson 1996 för en beskrivning av beslutsprocessen rörande ”Novemberrevolutionen” 1985.
  - 23 Lindberg & Söderlind 1991 visar att förväntningarna på finansmarknaderna om en devalvering var stora under hela 1980-talets, vilket visar att den fasta kronkursen saknade trovärdighet.
  - 24 Enligt detta perspektiv ligger ansvaret för en överdriven skuldsättning och andra finansiella obalanser först och främst hos de ansvariga för den ekonomiska politiken, inte hos individer eller företag som är verksamma inom det finansiella systemet. Det var Riksbanken och regeringen som bestämde incitamentsstrukturen som i sin tur bestämde den privata sektorns agerande. Jämför med citatet av Kouri i fotnot 16.
  - 25 SCAB var Sparbankgruppens centralbank. I efterhand klagades att självmordet orsakades av börsrasen. Ali-Melkkilä förstod att sparbankgruppens strategi, som var baserad på aggressiva skuldfinansierade aktieplaceringar, skulle misslyckas.
  - 26 Kiander & Vartia 1998.
  - 27 Punttila, ekonom på Finlands Bank, var en övertygad anhängare av den starka marken. Sorsa hade tidigare varit socialdemokratisk statsminister under flera år på 1970- och 1980-talet.
  - 28 Holkeri var statsminister 1987–1991.
  - 29 Kullberg 1996.
  - 30 Holkeri var inte närvarande den 3 juni när beslutet togs i Finlands Bank. För detaljer kring dessa händelser, se Kullberg 1996, 151–162.
  - 31 Koivisto 1994, 364.
  - 32 Depressionen sågs först och främst som en konjunktursvacka som berodde på den svaga konkurrenskraften, vilken kunde motverkas genom att sänka det finska kostnadsläget. De möjliga deflationistiska effekter detta kunde medföra beaktades inte.
  - 33 Dennis 1998, 57–96.

- 34 Se Maliranta 2003.
- 35 Lahdenperä 1994.
- 36 Se t.ex. Fregert & Pehkonen 2003.
- 37 Se olika bidrag i Jonung 2003 för en beskrivning av hur inflationsnormen, det nya ankaret för stabiliseringspolitiken, växte fram.
- 38 Se Bäckström 2003 för en beskrivning av hur räntepolitiken fördes.
- 39 Se Kokko & Suzuki i denna volym.
- 40 Se Eriksson, Suvanto & Vartia 1990.
- 41 Bergström 1993, 197–98.
- 42 Wibble 1996, 213.
- 43 Wibble 1994, 18.
- 44 Wibble 1994, 23.
- 45 Kjell-Olof Feldt 1994, 67.
- 46 Dennis 1998, 213.
- 47 I samband med kronans fall tillsatte regeringen en utredning – den så kallade Lindbeckkommissionen – för att analysera framtida vägval för den ekonomiska politiken. Kommissionens rapport, Lindbeck & al. 1993, väckte stor uppmärksamhet och inspirerade till ett antal reformer.

## LITTERATUR

- Aaltonen, A., Aurikko, E. & Kontulainen, J. (1994), *Rahapolitiikka Suomessa* (Penningpolitik i Finland). Finlands Bank A:90.
- Alho, K., Forssell, O., Huttunen, J., Kotilainen, M., Luukkonen, I., Mattila, O.-T., Moilanen, J. & Vartia, P. (1985), *Neuvostoliiton-kauppa Suomen kansantaloudessa* (Handeln med Sovjetunionen i Finlands ekonomi). Helsinki: Taolustieto.
- Bergström, H. (1993), "Flerpartisamarbete i regering och opposition". B. von Sydow (red.) (1993), *Politikens väsen. Idéer och institutioner i den moderna staten*. Stockholm: Tidens förlag.
- Bordes, C., Currie, D. & Söderström, H.T. (1993), *Three Assessments of the Finnish Economic Crisis and Economic Policy*. Finlands Bank.
- Bäckström, U. (2003), "1990-talets väg till prisstabilitet". L. Jonung (red.) (2003), *På jakt efter ett nytt ankare – från fast kronkurs till inflationsmål*. Stockholm: SNS förlag.
- Dennis, B. (1998), *500 %*. Stockholm: DN.
- Englund, P. & Vihriälä, V. (2003), "Financial crises in developed economies. The cases of Sweden and Finland". Rapport för projektet "Crises, macro-economic performance and economic policies in Finland and Sweden in the 1990s: A comparative approach". Handelshögskolan, Stockholm.

- Eriksson, T., Suvanto, A. & Vartia, P. (1990), "Wage formation in Finland". L. Calmfors (ed.), *Wage Formation and Macroeconomic Policy in the Nordic countries*. Stockholm: SNS Förlag.
- Feldt, K.-O. (1991), *Alla dessa dagar – i regeringen 1982–1990*. Stockholm: Norstedt.
- Fisher, I. (1933), "The debt-deflation theory of great depressions". *Econometrica*, nytryckt i M.D. Bordo (red.) (1999), *Financial Crises*, vol. 1. Cambridge: Edward Elgar.
- Fregert, K. & Pehkonen, J. (2003), "The crises of the 1990s and the evolution of unemployment in Finland and Sweden". Rapport för projektet "Crises, macroeconomic performance and economic policies in Finland and Sweden in the 1990s: A comparative approach". Nationalekonomiska institutionen, Lunds universitet.
- Hagberg, T. & Jonung, L. (2006), "Hur svår var 90-talskrisen? En jämförelse mellan Finlands och Sveriges djupaste kriser", denna volym.
- Hautala, U. & Pohjola, I. (1988), "Hintatietoisuus ei ulotu kulutusluottoihin" (Prismedvetenheten utsträcker sig inte till konsumtionskrediterna). *Helsingin Sanomat*, 8 november.
- Honkapohja, S., Koskela, E. & Paunio, J. (1996), "The depression of the 1990's in Finland: An analytic view". *Finnish Economic Papers*, vol. 9.
- Honkapohja, S. & Koskela, E. (1999), "The economic crisis of the 1990s in Finland". *Economic Policy*.
- Jonung, L. (1999), *Med backspegeln som kompass – om stabiliseringspolitiken som läroprocess*. Rapport till ESO, Ds 1999:9. Finansdepartementet, Stockholm.
- Jonung, L. (red.) (2003), *På jakt efter ett nytt ankare – från fast kronkurs till inflationsmål*. Stockholm: SNS förlag.
- Jonung, L., Kiander, J. & Vartia, P. (2003), "The great crisis in Finland and Sweden – the macrodynamics of boom, bust and recovery 1985–2000". Rapport för projektet "Crises, macroeconomic performance and economic policies in Finland and Sweden in the 1990s: A comparative approach". Handelshögskolan, Stockholm.
- Jonung, L. & Stymne, J. (1997), "The great regime shift: asset markets and economic activity in Sweden, 1985–93". F. Capie & G. Wood (eds.), *Asset Prices and the Real Economy*. London: Macmillan.
- Jonung, L., Stymne, J. & Söderström, H.T. (1996), "Depression in the North. Boom and bust in Sweden and Finland, 1985–1993". *Finnish Economic Papers*, vol. 9.
- Kiander, J. & Vartia, P. (1996a), "The great depression of the 1990s in Finland". *Finnish Economic Papers*, vol. 9.



- Kiander, J. & Vartia, P. (1996b), "The crisis of hard currency regime in Finland". P. Nenonen (toim.), *Antti Tanskanen 50 vuotta – kirjoituksia kansantaloudesta* (Antti Tanskanen 50 år – skrifter i nationalekonomi). Department of economics, University of Jyväskylä.
- Kiander, J. & Vartia, P. (1997), "A governor defends his record". *Central Banking*, Autumn 1997.
- Kiander, J. & Vartia, P. (1998), "The depression of the 1990s in Finland. A Nordic financial crisis or a result of the collapse of the Soviet Union". T. Myllyntaus (ed.), *Economic Crises and Restructuring in History. Experiences of Small Countries*. St. Katharinen: Scripta Mercaturae Verlag.
- King, M. (1994), "Debt deflation, theory and evidence". *European Economic Review*, vol. 38.
- Kokko, A. & Suzuki, K. (2006), "Asienkrisen och den svenska krisen: en jämförelse", denna volym.
- Koivisto, M. (1994), *Kaksi kautta I* (Två perioder. Memoarer av republikens president). Helsingfors: Kirjayhtymä.
- Kouri, P. (1996), *Suomen omistaja ja elämäni muut roolit* (Finlands ägare och de andra rollerna i mitt liv). Helsingfors: Otava.
- Krugman, P. (2000), "Introduction". P. Krugman (ed.), *Currency Crises*. Chicago & London: University of Chicago Press.
- Kullberg, R. (1996), *... ja niin päättyi kulutusjuhla* (... och så slutade konsumtionsfesten). Helsingfors: WSOY.
- Lahdenperä, H. (1994), "Price stability and economic policy objectives". *Bank of Finland Monthly Bulletin*, vol. 68, no 5.
- Lassila, J. (1993), *Markka ja ääni* (En mark och en röst). Helsingfors: Kirjayhtymä.
- Lindbeck, A. & al. (1993), *Nya villkor för Sverige*. SOU 1993:16.
- Lindberg, H. & Söderlind, P. (1991), "Hur trovärdig var den fasta växelkurspolitiken 1982–1990?", L. Jonung (red.), *Devalveringen 1982 – rivstart eller snedtändning?* Stockholm: SNS förlag.
- Maliranta, M. (2003), *Micro Level Dynamics of Productivity Growth. An Empirical Analysis of the Great Leap in Finnish Manufacturing Productivity in 1975–2000*. ETLA A:38, Helsinki.
- Minsky, H. (1982), *Inflation, Recession and Economic Policy*. Brighton: Wheatsheaf.
- Peckkarinen, J. & Vartiainen, J. (2002), *Finlands ekonomiska politik. Den långa linjen 1918–2000*. Fackföreningrörelsens ekonomiska forskningsinstitut, Stockholm.
- Rose, A. (2001), "Discussion of Bordo, Michael, Eichengreen, Barry, Klingebiel, Daniela and Soledad Martinez-Peria, Maria" (2001). *Economic Policy*.

- Santamäki-Vuori, T. & Parviainen, S. (1996), "The labour market in Finland". Labour Institute for Economic Research, Studies 64, Helsinki.
- Steigum, E. (2003), "Financial deregulation with a fixed exchange rate. Lessons from Norway's boom-bust cycle and banking crisis". Rapport för projektet "Crises, macroeconomic performance and economic policies in Finland and Sweden in the 1990s, A comparative approach". Norwegian School of Management, Sandvika.
- Svensson, T. (1996), *Novemberrevolutionen. Om rationalitet och makt i beslutet att avreglera kreditmarknaden 1985*. ESO-rapport, Ds 1996:37. Finansdepartementet, Stockholm.
- Tobin, J. (1980), *Asset accumulation and economic activity – reflections on contemporary macroeconomic theory*. Oxford: Blackwell.
- Wibble, A. (1994), *Två cigg och en kopp kaffe*. Kristianstad: Ekerlids.
- Wibble, A. (1996), "Ekonomerna och 90-talskrisen". L. Jonung (red.), *Ekonomerna i debatten – gör de någon nytta?* Stockholm: Ekerlids.
- Wolfson, M. (1996), "Irving Fisher's debt-deflation theory: its relevance to current conditions". *Cambridge Journal of Economics*, vol. 20.
- Åkerholm, J. (1995), "Financial deregulation and economic imbalances in the Scandinavian countries". R. Dornbusch & R. Parks (eds.), *Financial opening. Policy lessons for Korea*. Korea Institute of Finance, Söul.