

FRÅN KRIS TILL NORM

DEN INTERNATIONELLA OMVÄLVNINGEN

IBÖRJAN AV 1980-talet hade penningpolitikens omvärld blivit en helt annan. Bretton Woods sönderfall innebar att världens valutasystem inte längre var kopplat till någon värdemetall. Trots allt hade dollarn i det längsta varit formellt knuten till guld. Nu hade valutorna definitivt frigjort sig från värdemyntens stadium, och deras värde blev helt beroende av omvärldens förtroende. Det öppnade nya perspektiv för penningpolitiken.

Kapitalflödena över gränserna hade ökat kraftigt sedan oljeprischocken. Flera olika faktorer samverkade och förstärkte varandra. Den nya informationstekniken gjorde det möjligt att blixtnsabbt genomföra stora och

397

VÄRLDSEKONOMIN omvandlades. Kapitalflödena över gränserna ökade kraftigt och tidigare reglerade ekonomier drogs in i det internationella utbytet. Den nationalekonomiska forskningen började ompröva den keynesianska syn som hade präglat penningpolitiken under den första efterkrigstiden. Bundesbank prioriterade inflationsbekämpningen framför sysselsättningen, USA och Storbritannien började avreglera de finansiella marknaderna. Omprövningen kom senare till Sverige än till många andra länder – avregleringen började i mitten av 1980-talet, nedväxlingen av inflationen i början av 1990-talet. Kreditexpansionen efter avregleringen ledde till finanskrisen i början av 1990-talet. Riksbanken tvingades ge upp den fasta växelkursen i november 1992. Därefter blev inflationsmålet penningpolitikens rättsnöre; den nya riksbankslagen 1999 gav banken en markant mer självständig ställning än tidigare. Folkomröstningen om euron 2003 innebar att kronan förblev en egen valuta. Under senare år har uppdraget att trygga betalningväsendets stabilitet hamnat allt mer i fokus.

1970-talet Bretton Woodssystemet faller samman.

1970–1980-talet Flera centralbanker börjar driva en stram penningpolitik för att knäcka inflationen. Dollarräntorna stiger kraftigt 1980–1981.
1982 Kronan devalveras med 16 procent. Bengt Dennis riksbankschef.
1985 Gunnar Sträng avgår som ordförande i riksbanksfullmäktige. Rätteregleringen avskaffas.
1986–1990 Valutaregleringen avvecklas.
1992 Maastrichtfördraget. EES-avtalet träder i kraft. Internationell valutaoro. Bankkris i Sverige. Riksbanken släpper kronkursen.
1993 Inflationsmålet fastställs.
1994 Urban Bäckström riksbankschef.
1999 Ny riksbankslag ökar riksbankens självständighet. Eva Srejber och Kerstin Hessius de första kvinnorna i riksbankens ledning.
2002 Gemensamma sedlar och mynt i euroländerna.
2003 Lars Heikensten riksbankschef. Folkomröstning i Sverige: nej till euron.
2005 Stefan Ingves riksbankschef.

398 komplicerade transaktioner över vilka avstånd som helst. De finansiella marknaderna uppfann instrument och tekniker för allt fler olika nischer och behov. De ökade möjligheterna att gå över gränserna uppmuntrade företag och placerare att se sig om i vida vyer, när de bestämde vad de skulle satsa på och var de skulle göra det.

Vid 1970-talets början var internationella betalningar fortfarande strängt reglerade i nästan alla länder, men ju längre årtiondet led, desto fler smitvägar hittade kapitalet. Ur Bretton Woodssystemets perspektiv blev utvecklingen allt mer bekymmersam. Kryphålen innebar att det växte fram en oreglerad, okontrollerad finansmarknad vid sidan av den som staterna behärskade. Samtidigt var den reglerade och den oreglerade marknaden så nära sammanflätade att sammanbrott utanför regeringarnas kontroll kunde få allvarliga skadeverkningar långt in i de nationella systemen.

Ett par händelser stämde regeringarna till eftertanke. År 1974 råkade det västtyska Bankhaus Herstatt i kris. Herstattbanken hade byggt upp stora framtida positioner i andra valutor, men felbedömt utvecklingen. De sammanlagda förlusterna uppgick till mer än en miljard D-mark. Bundesbank misslyckades med att organisera en räddningsaktion, och den tyska bankinspektionen stängde banken den 26 juni. Stängningen orsakade en förtroendekris för hela systemet. Försäkringsbolag och stiftelser drog tillbaka insättningar från mindre privatbanker (Franke, 1998). Under 1970-talet råkade även andra finansinstitut illa ut – amerikanska bolåneinstitut, Franklin National Bank och japanska institut.

De internationella finansmarknadernas snabba tillväxt innebar att många u-länder kunde låna mycket mer än de hade gjort tidigare. De internationella bankerna svämmade över av likviditet från OPEC-länderna, samtidigt som länderna utan olja hellre lånade än drog ned importen. Länder som Sydkorea, Filippinerna, Mexico och Brasilien byggde snabbt upp stora skulder. Goodhart (1988) menar att långivarna – fram till krisen 1982 – undskattade den risk som var förbunden med lån till suveräna stater, som av hävd hade betraktats som »säkra« låntagare.

Ändå diskuterade man på internationella konferenser länge inte hur man skulle bromsa utlåningen, utan hur man skulle få bankerna att låna ut ännu mer, påpekar Pringle (1995). Bankerna förlitade sig på att USA skulle hjälpa de stora låntagarländerna och att Västtyskland skulle skydda sina bankers intressen i Östeuropa. Så sent som i juni 1982 vacklade BIS – å ena sidan efterlyste man striktare riktlinjer för bankerna, å andra sidan varnade man

för att överdriven försiktighet i utlåningen till tredje världen skulle kunna utsträckas »alltför vitt och alltför urskillningslöst till hela grupper av länder«.

Den snabba stegringen av dollarräntorna 1980-81 slog hårt mot länder med stora dollarlån, samtidigt som nedgången i OECD-länderna drog ned deras exportintäkter. Under ledning av Paul Volcker från Federal Reserve och Gordon Richardson från Bank of England lyckades centralbankerna avvärja något som kunde ha blivit ett allvarligt hot mot det internationella bankväsendet. Låntagarländerna tvingades ta större delen av anpassningen, även om många kommersiella banker fick skriva ned sina fordringar. IMF:s direktör Jacques de Larosière tog över ledningen av de många förhandlingarna, men inte förrän 1994 var Världsbanken beredd att blåsa faran över för de större låntagarna.

Den slutsats som allt fler regeringar drog var att de måste återvinna kontrollen över det finansiella systemet. Genom att minska regleringarna och kontrollerna blev det mer attraktivt för finansinstituten att arbeta inom den statliga tillsynens ramar. På så vis kunde staterna ställa krav på reserver och kassatäckning, så att risken för genomklappningar minskade. I oktober 1979 avskaffade Margaret Thatcher den brittiska valutaregleringen. Redan tidigare hade Västtyskland och Beneluxländerna avvecklat sina regleringar. Ju fler som avreglerade, desto svårare blev det för dem som släpade efter att inte följa med.

De nya villkoren begränsade regeringarnas manöverutrymme. När de franska socialisterna kom till makten 1981 satte de omedelbart igång med ett finanspolitiskt stimulansprogram. I sin första budget ökade president Mitterands budgetminister Laurent Fabius budgetunderskottet med en fjärdedel. Den franska tillväxten ökade från 1,2 procent av bruttonationalprodukten 1981 till 2,6 procent 1982. Den fasta växelkursen och den globala recessionen begränsade effekten och försvagade betalningsbalansen, när stimulanserna läckte åt alla håll. Försvagningen satte francen under press. Räntan på franska franc steg i London till mer än 20 procent, vilket var en signal om förväntad devalvering. I mars 1983 gjorde de franska socialisterna helt om. Det var inte möjligt att gå tvärt emot konjunkturen på egen hand. Den keynesianska tilltron till finanspolitikens möjligheter fick sig en knäck.

En ny syn på penningpolitiken började växa fram. År 1979 hade OPEC iscensatt en andra oljeprischock. I den internationella ekonomiska debatten kom begreppet »stagflation« att beteckna ett tillstånd med låg tillväxt, hög arbetslöshet och stark inflation. »[D]en fulde beskäftigelses politik led

400 skibbrud i 1970'erne i så at sige alle vestlige lande», skrev Erik Hoffmeyer (1993), när han blickade tillbaka på sina nästan 30 år i ledningen för den danska nationalbanken.

Ett par nationalekonomiska inlägg bidrog till de nya insikterna. Milton Friedman tog upp penningpolitikens roll när han höll sitt tal som ordförande i American Economic Association (Friedman, 1968). Han tillbakavisade föreställningen att man med inflationens hjälp skulle kunna hålla sysselsättningen uppe. Några år senare formulerade Robert Lucas en inflytelserik kritik av den ekonomiska politikens förutsättningar och verkan (Lucas, 1976). De enskilda aktörerna påverkas av vad de förväntar sig att staten ska göra. Hushåll och företag handlar rationellt och anpassar sig till nya förutsättningar. Att ett visst skattesystem får medborgarna att bete sig på ett visst sätt betyder inte att de fortsätter att göra så om systemet förändras. 1960-talets ekonomiska analysmodeller klarade därför inte av att beräkna och förutsäga 1970-talets förändringar. Lucas menade att nya modeller måste utarbetas, som utgick från att individerna har rationella förväntningar på vad som ska hända.

För allt fler OECD-länder blev målet att bekämpa inflationen, även till priset av högre arbetslöshet. Bundesbanks beslut att försvara penningvärdet snarare än att stimulera ekonomin i samband med 1970-talets oljekriser påverkade synsättet i många andra länder. Cecchetti och hans kollegor (2007) daterar stabiliseringen av inflationen i de stora ekonomierna till mitten av 1980-talet. Beslutsfattarna – inte minst centralbankerna – hade bestämt sig för att ta den sysselsättningspolitiska uppoffring som krävdes. Penningpolitiken fick huvudansvaret för omställningen. Räntorna i USA steg kraftigt 1979 och 1980. Sedan Paul Volcker blivit chef för Federal Reserve 1979 drev han upp dollarräntan till 18 procent mot slutet av 1980. Den drastiska åtstramningen blev mönstret för USA under större delen av 1980-talet.

På många håll ifrågasattes även de inhemska regleringarna. Från mitten av 1970-talet började allt fler länder att avveckla sina regleringar, med USA och Storbritannien som pådrivare. Till en början innebar marknadsfinansieringen att en del stater lättare kunde finansiera sina budgetunderskott, men i det långa loppet bidrog avregleringen till att disciplinera finanspolitiken. Om staten lånade för mycket på marknaden pressade den upp räntorna, vilket medförde en åtstramning av ekonomin.

I maj 1984 beslöt EG att stärka den finansiella integrationen genom att frigöra kapitalrörelserna mellan medlemsländerna. Samma år började Frank-

rike och Italien att gradvis avveckla sina restriktioner. Danmark avskaffade de sista resterna av regleringen den 1 oktober 1988. 401

Den kraftiga nedgången på de internationella börserna i oktober 1987 innebar en annan påfrestning. Den nyttillträdde chefen för Federal Reserve Alan Greenspan fick andra centralbankschefer att lätta på penningpolitiken och pumpa in likviditet i systemet, för att visa att man hade lärt sig läxan av 1929 års fatala penningpolitik. Men ingripandet väckte också frågan när en centralbank som lättat ska strama åt igen. Överhettningen i Storbritannien och bubbelekonomin i Japan kan åtminstone delvis förklaras med en alltför lätt penningpolitik under åren 1987–1988 (Pringle, 1995).

DEVALVERINGEN 1982

Fram till 1980-talets början hade Sverige följt med i den internationella ränteutvecklingen, om än med någon eftersläpning. Sverige dröjde emellertid länge med att anamma inflationsbekämpningen som mål för den ekonomiska politiken. Även avregleringen tog tid. Det blev växelkursen snarare än räntan som fick lösa den svenska stabiliseringspolitikens problem.

Under tiden i opposition 1976–1982 hade den socialdemokratiska partiledningen gradvis omprövat sin politik. I program och artiklar ställde den frågan hur industrin skulle bli stor nog att finansiera välfärden. Längre hade svaret varit det som Myrdal gav 1944: genom att manipulera skatter, subventioner och avskrivningar skulle företagen tubbas att investera. Men dessa styrmedel hade inte förmått mycket mot 1970-talets lönsamhetskris, bedömde socialdemokraternas krisgrupp. En ny industriell expansion krävde kraftigt förbättrad lönsamhet.

Under våren och sommaren 1982 drog ekonomerna Erik Åsbrink och Michael Sohlman vid den socialdemokratiska riksdagsgruppens utredningsavdelning slutsatsen att bara en stor devalvering kunde åstadkomma det nödvändiga vinstlyftet. Det innebar en kraftig förändring av socialdemokraternas ekonomisk-politiska strategi, från 1970-talets finanspolitiska överbryggnings till en penningpolitisk rivstart. Ekonomerna informerade Olof Palme, Ingvar Carlsson, Sten Andersson och Kjell-Olof Feldt redan före 1982 års val, men devalveringen togs inte upp på allvar förrän veckan efter valet. Genom att inte bestämma sig eller ens diskutera saken ville den socialdemokratiska ledningen slippa ljuga om sina avsikter – det återkommande problemet med alla devalveringsbeslut.

Den 28 september samlades ledningen för att diskutera vad den nyvalda regeringen skulle ta itu med. Dagen före hade Erik Åsbrink sammanfattat ekonomernas synpunkter i promemorian »Big Bang, Hårdvalutapolitik och Consensus«. Enligt Feldt (1991), som blev finansminister, prövade konferensen tre alternativ: expansionsalternativet, åtstramningsalternativet – och »the Big Bang«. Den första dagens diskussioner avbröts på kvällen, men nästa dag skulle saken avgöras. Palme, Carlsson och Feldt talade för den stora devalveringen, medan Gunnar Sträng – som skulle bli riksbanksfullmäktiges ordförande – och flera andra undvek att ta ställning.

Beslutet blev att åstadkomma en »krisplan«, där devalveringen skulle vara huvudsaken och följas av andra åtgärder. Problemet var de kraftiga inflationsimpulser som fördyringen av importen och ökade företagsvinster väntades utlösa. Allmänt prisstopp skulle införas och kronan knyts till D-marken. Vinstindragningar och löntagarfonder skulle minska risken för löneglidning. Arbetsmarknadspolitiken skulle utvidgas, den planerade momshöjningen inställas och en extra skattesänkning genomföras. Devalveringen planerades till den 17 oktober, i nödfall till den 10 oktober.

Oron och valutautflödet tog ingen hänsyn till tidtabellen. Många marknadsaktörer trodde att Sverige skulle skriva ned kronan. Den 1 oktober presenterade Palme sin nya regering, och Feldt tvingades förneka alla devalveringsplaner. Onsdagen den 6 oktober var krisplanen klar. Palme ville vänta med beskedet om devalveringen till söndagen, eftersom regeringsförklaringen inte skulle läggas fram förrän klockan 12 på fredagen, men Feldt ville inte huka en gång till. Beslutet blev att devalveringen skulle genomföras på fredagsmorgonen.

Trots att beslutet skulle fattas av riksbanksfullmäktige hade ingen i banken informerats om planerna. Jonung (1993) påpekar skillnaden mot växelkursförändringarna 1946, 1949, 1976, 1977 och 1981, då riksbanken hade spelat en aktiv roll för besluten. Eftersom valresultatet ännu inte slagit igenom i fullmäktiges sammansättning hade riksbankschefen Wohlin utslagsrösten. Feldt sökte upp honom, och Wohlin förklarade att han betraktade sig som tjänsteman, beredd att göra vad som krävdes för att försvara valutareserven.

Däremot »baxnade« Wohlin när han hörde hur mycket den nya regeringen ville skriva ned kursen. Det borde räcka med 12 procent för att stilla oron, menade han. Mer än så skulle uppfattas som en aggressiv devalvering. Planerna på att knyta kronan till D-marken »konfunderade« honom.



I samband med regeringsskiftet 1982 drev finansminister Kjell-Olof Feldt (f. 1931) igenom en stor devalvering av kronan.

Den 7 oktober drog Feldt devalveringen för den tillträdande regeringen, men mitt i föredragningen fick han besked om att Bundesbanks chef Karl Otto Pöhl hade hört av sig. Pöhl hade fått reda på vad som var på gång och uttalat sitt starka missnöje, i synnerhet med kopplingen till D-marken. Feldt ringde Pöhl innan beslutet fattades. Denne ansåg att devalveringen var för stor, mindre än hälften hade varit nog, men framför allt menade han att kronan inte kunde knytas till D-marken utan Bundesbanks medgivande. Feldt konstaterade efteråt att Pöhl hade fel i sak – kopplingen var en ensidig åtgärd – men lät frågan falla. Den tilltänkta kopplingen mötte också skepsis från LO-håll, som såg en risk i att Sverige i så fall skulle tvingas acceptera den tyska sysselsättningspolitiken.

Wohlin fick rätt när det gällde omvärldens reaktion. Efter dragningen i regeringen träffade Feldt de nordiska finansministrarna och centralbankscheferna vid ett möte på Arlanda den 7 oktober. Motståndet mot de föreslagna 20 procenten var massivt, berättar Mikkelsen (1993), som ingick i den danska delegationen. »Så voldsom en nedskrivning fandtes helt urimelig, så meget desto mere, som Sverige blot et års tid forinden [...] havde nedskrevet kronen med 10 pct. Der var således klart tale om en konkurrerende devalvering.« Svenskarna tog intryck och prutade devalveringen till 16 procent.

Det togs för givet att riksbankschefen skulle bytas ut. Palme erbjöd Wickman att komma tillbaka, men på läkarnas inrådan tackade denne nej. Två tidigare chefstjänstemän i finansdepartementet, Pierre Vinde och Carl Johan Åberg, nämndes som alternativ, men Feldt hade en annan kandidat. Han förordade Bengt Dennis, som han hade samarbetat med både på finansdepartementet och när Dennis var hans statssekreterare på handelsdepartementet. Feldt ringde Dennis, som funderade över natten. Den 1 oktober offentliggjorde Palme hans namn.

Det bekymmersamma var eftervärden av devalveringen. Gruppen kring Feldt insåg att det krävdes en stram finanspolitik för att hålla igen inflationsimpulserna, men det hade inte hela regeringen klart för sig. Redan under förberedelserna för valet hade Feldt fått kapitulera: socialdemokraterna lovade att värdesäkra pensionerna fullt ut. Under förberedelserna för devalveringen bestämde man sig visserligen för att ändå genomföra momshöjningen, men reformambitionerna på det sociala området kvarstod.

Lönebildningen var viktig för att devalveringen skulle slå igenom i vinstutvecklingen. Regeringen hoppades att LO skulle hålla igen löneök-



Bengt Dennis (f. 1930) utnämndes till riksbankschef 1982.

406 ningarna, trots att nedskrivningen ökade importpriserna. Prisstoppet infördes för att underlätta den fackliga återhållsamheten. Löneökningarna de första åren blev lägre än förväntat (Fregert, 1991), men inte låga nog. Andra länder hade drivit inflationsbekämpningen så långt att den svenska konkurrenskraften gradvis urholkades. Trots lönedämpningen 1983–1985 fortsatte den svenska inflationen att ligga 5 procentenheter över den tyska. Dollarns vikt i den svenska korgen drev upp kronan mot de europeiska valutorna. Wihlborg (1991) beräknar att priser och löner hade återhämtat devalveringen efter tre–fyra år.

För att skärpa kraven på finanspolitiken bestämde sig regeringen 1984 för att staten inte skulle låna i utländsk valuta. Valuta- eller utlandslånenormen innebar att utlandsupplåningen skulle skötas av den privata sektorn. De privata placerarnas avkastningskrav skulle bli avgörande för valutaflödena. Staten skulle inte kunna använda utlandslån för att täcka sina budgetunderskott, utan de statliga anspråken på den inhemska kapitalmarknaden skulle slå igenom i ränteläget. Man hoppades att denna självpåtagna begränsning skulle öka den finanspolitiska disciplinen.

1980-talets politik misslyckades, konstaterar Wihlborg (1993). Inflationen dämpades inte, det privata näringslivet förmådde inte växa på den ofentliga sektorns bekostnad. Räntans beteende i samband med devalveringen tyder på att misslyckandet var väntat. Både den korta och den långa räntan steg mer än genomsnittet för valutorna i korgen. I synnerhet den långa räntans uppgång avslöjar inflationsförväntningarna. Att ränteskillnaden mot utlandet ökade berodde på att räntorna där föll i förhoppning om lägre inflation.

Redan på våren 1985 kom den första valutakrisen. Bytesbalansen visade åter underskott och under årets första månader fick Sverige ett valutautflöde. I samband med en arbetsmarknadskonflikt i maj blev utflödet kraftigt. Riksbanken höjde räntan så att den kom att ligga 4 procentenheter över den genomsnittliga korgräntan. Det var en signal från banken att man skulle försvara kronans värde med kraftig åtstramning.

Under 1985 och 1986 sjönk dollarn kraftigt. Tillsammans med en stark internationell konjunktur gav detta kronan ett andrum, eftersom dollarn vägde tungt i korgen och drog med sig kronan nedåt. Fallet i konkurrenskraften bromsades. Under 1986 och 1987 minskade ränteskillnaden mot korgens genomsnitt till under 1 procentenhet för korta räntor. För långa räntor förblev emellertid skillnaden omkring 3 procentenheter, vilket tyder på att

inflationsförväntningarna inte hade dämpats.

407

Från 1987 till slutet av 1989 skedde en drastisk försämring av Sveriges kostnadsläge gentemot konkurrenterna. Den europeiska konjunktoren vände nedåt under 1989 och gick över i recession 1990, men den svenska (och den amerikanska) högkonjunktoren bröts tidigare än så. Den svenska konkurrenskraften rasade samtidigt som efterfrågan i världen mattades av. Kostnadsläget jämfört med omvärlden hade blivit 10–15 procent sämre än före devalveringen. Den svenska ekonomin var illa rustad för fortsättningen.

Värderingen av 1980-talet har handlat dels om devalveringen, dels om ansvaret för överhettningen mot årtiondets slut. När devalveringen beslutades såg de internationella prognoserna dystra ut, men de närmaste åren vände konjunktoren och omvärldens efterfrågan blev stark. Med facit i hand kunde den internationella högkonjunktoren ha räckt som stimulans, men det var inte så lätt att veta i förväg.

Nordin (1991) beräknar att den svenska industriproduktionen steg med 4,5 procent om året 1982–1984, nästan 2 procentenheter snabbare än i utlandet, men sedan mattades takten av och blev svagare än i omvärlden. Såväl Nordin som Korkman och Åkerholm (1991) påpekar att den svenska produktivitetsutvecklingen blev svag under 1980-talet, tvärt emot vad devalveringens tillskyndare hoppats åstadkomma.

AVREGLERINGARNA

Under de första åren efter devalveringen sköttes penningpolitiken i stort sett som tidigare. Oviljan att finansiera budgetunderskottet på marknadsmässiga villkor var fortfarande stor, eftersom detta skulle leda till en press uppåt på räntan.

Men regleringarna hade mist mycket av sin verkan. Valutaregleringen urholkades av finansmarknadernas internationalisering. Marknaden hade vant sig vid ränteregleringen och hittade allt fler sätt att gå runt den. I en undersökning av 1970-talets förhållanden visar Ingves (1982) att den oreglerade utlåningen ökade när penningpolitiken stramades åt. Det betydde inte att penningpolitiken var verkningslös, menar Ingves, men ju mer hushåll och företag lärde sig använda den oreglerade sektorn, desto kraftigare måste åtstramningen av de reglerade delarna bli.

Statsbudgeten hade stärkts jämfört med 1970-talet, men i början av 1980-talet gick den fortfarande med betydande underskott. Det innebar att

408 staten måste låna upp stora summor på kreditmarknaden. Kreditpolitikens regleringar tvingade bankerna och försäkringsbolagen att köpa statens obligationer. Likviditetskraven, placeringsplikten och taken för »övrig utlåning« skärptes kontinuerligt. Regleringarna blev allt mer bindande. Staten måste hitta nya köpare till obligationerna. Devalveringen innebar att exportföretagen tjänade mycket pengar, men för att köpa värdepapper krävde de marknadsmässig ränta.

Handeln med bankcertifikat, som växte fram 1980, visade att det borde gå att bedriva en penningpolitik i bättre samklang med marknaden. Nyckelbegreppet blev marknadskonforma åtgärder. Penningpolitiken skulle styra med räntan och med köp och försäljning av värdepapper på den öppna marknaden snarare än med regleringar. Den kreditpolitiska utredningen argumenterade för en sådan omprövning när den lade fram sitt betänkande 1982. Riksbanken var ganska avvisande i sitt remissvar, men utvecklingen blev för stark.

Den första stora förändringen gällde likviditetskvoterna, som innebar att bankerna måste placera en del av sin inlåning i statspapper och bostadsobligationer. Tack vare detta tvång kunde staten låna till underpris, eftersom bankerna inte hade något annat val än att fylla sina kvoter. I början av 1980-talet låg likviditetskvoterna nära den lagfästa maximigränsen på 50 procent. Då blev situationen ohållbar. Om riksdagen hade höjt maximigränsen ytterligare skulle bankerna än mer ha reducerats till förvaringsinstitut för värdepapper. Staten började pröva mer marknadsmässiga former för upplåningen, och likviditetskvoterna upphörde som kreditpolitiskt instrument på hösten 1983.

Svensson (1996) framhåller riksbankens ledning och tjänstemän som de drivande i processen. Finansdepartementet var införstått, men sällan mer. Feldt (1991) pekar på riksbankens motvilja mot regleringarna som en anledning att göra sig av med dem: »Enligt min uppfattning spelade det en väsentlig roll. Det är väldigt svårt för ett finansdepartement att hela tiden indirekt och via riksdagen ge order till centralbanken att sköta ett jobb den inte vill sköta.«

Ränteregleringen avskaffades den 13 maj 1985. För att bromsa ett starkt valutautflöde lade riksbanken fram ett penningpolitiskt åtstramningspaket. Fram till i november 1985 fick bankerna inte öka sin utlåning mer än vad riksbanken bestämde. Eftersom utlåningstaket sänktes innebar detta i praktiken ett lånestopp för resten av året, men samtidigt släppte banken räntorna fria.

Riksbankens dröjande hållning var delvis personberoende. Gunnar Sträng höll emot avregleringen så länge han satt kvar som ordförande i riksbanksfullmäktige. Inom banken var åtskilliga tjänstemän skeptiska. I samband med valet 1985 lämnade Gunnar Sträng riksdagen. Den 10 oktober lämnade han även riksbanksfullmäktige, och därmed förändrades förutsättningarna. Den 12 oktober 1985 förordnade regeringen statssekreteraren Erik Åsbrink i finansdepartementet som ny ordförande.

Det viktigaste steget i avregleringen togs den 21 november 1985, drygt en månad efter att Sträng lämnat fullmäktige. Då avskaffades utlåningstaket för bankerna. Det innebar att bankerna kunde sälja en del av sina obligationer och använda de frigjorda pengarna till att öka sin utlåning. Sedan budgetunderskotten började växa i mitten av 1970-talet hade andelen obligationer ökat till mellan 25 och 30 procent av bankernas balansomsättning. Nu minskade andelen i snabb takt, tills den låg på 10,5 procent 1988.

Straffräntan avskaffades och ersattes med en räntetrappa, där kostnaden för att låna i riksbanken ökades stegvis efter hur mycket varje bank lånade. Genom räntetrappan styrde riksbanken i fortsättningen bankernas upplåningskostnad. Trappan uppmuntrade bankerna att låna av varandra, eftersom detta några trappsteg upp kunde bli billigare än att låna i riksbanken.

Efter hand blev reporna riksbankens viktigaste styrmedel. Begreppet repa kommer av det engelska repurchase agreements (återköpsavtal) eller repos. Riksbanken köper värdepapper av bankerna men ingår samtidigt avtal om att sälja tillbaka dessa vid en förutbestämd tidpunkt. Genom att erbjuda sig att köpa ett visst antal miljarder kunde riksbanken flytta banksystemet i räntetrappan, eftersom bankerna då fick likvida medel att röra sig med.

För försäkringsbolagen fanns placeringsplikten kvar. Liksom AP-fonden var de därför tvungna att köpa obligationer med räntor som låg ett par procentenheter under marknadsräntan. Från 1985 var de dock oförhindrade att sälja obligationerna vidare. Det innebar att skillnaden mellan emissionskursen och marknadskursen fungerade som beskattning, men de var inte längre bundna när det gällde sammansättningen av sina tillgångar. Placeringsplikten avskaffades slutgiltigt den 1 december 1986. I stället fick försäkringsbolagen betala »engångsskatten« 1987. Staten drog in 7 procent av livförsäkringsbolagens kapital (16 miljarder kr) med hänvisning till den stora värdestegringen och den förmånliga skattebehandlingen. År 1990 infördes en skatt på 15 procent av avkastningen på pensionsmedel.

Avregleringen dröjde längst på valutaområdet. År 1977 tillsatte den

410 borgerliga regeringen en utredning om valutaregleringen. Tre år senare publicerade utredningen ett antal expertrapporter som ifrågasatte regleringens effektivitet. Slutrapporten dröjde till i september 1985. Utredningen tog principiell ställning för en långsiktig avreglering men ville behålla restriktioner för transaktioner som kunde ge upphov till lätttrörliga kapitalrörelser. Men regeringen var beredd att gå längre än kommitténs förslag. Avregleringen påbörjades 1986 och avslutades den 30 juni 1990. Den 1 juli 1990 ersattes 1939 års lag med valutareglingslagen. Den nya lagen är återigen en kristidslag som bara får användas vid krig eller krigsfara eller när valutautflödena är så stora att samhällets stabilitet är hotad.

Avregleringen påskyndades av utvecklingen inom den Europeiska gemenskapen (EG). Redan i Romfördraget 1957 hade staterna satt som mål att åstadkomma en avreglerad inre marknad, men först i mitten av 1980-talet fick arbetet ordentlig kraft. År 1985 lade en expertgrupp under EG-kommissionären lord Cockfield fram en vitbok med 300 rekommendationer om hur man skulle genomföra »*the Single Market*«. Året därpå kom medlemsstaterna överens om the Single European Act, som trädde i kraft 1987. Arbetet med att skapa den gemensamma inre marknaden fullbordades under 1992.

De finansiella marknaderna pekades ut som ett av de områden där avregleringen var mest angelägen. Redan 1988 antog EG ett direktiv om att slopa gränskontrollerna av finansiella tillgångar den 1 juni 1990. Samtidigt började EFTA-länderna⁴² förhandla med EG om ett europeiskt ekonomiskt samarbetsområde (EES). Så småningom stod det klart att EES-avtalet skulle betyda att EFTA-länderna anslöt sig till EG:s avreglerade inre marknad. Det innebar att Sverige måste anpassa och liberalisera sina regler. EES-avtalet undertecknades i mars 1992. Utan kapitalkontroller vid gränserna skulle valutaregleringen bli omöjlig att upprätthålla.

Kreditexpansionen efter avregleringen blev kraftigare än de flesta hade trott. Under 1986 och 1987 skedde en kraftig ökning av konsumtionen och en drastisk minskning av sparandet. Konsumtionens andel av hushållens disponibla inkomster steg från omkring 96 procent på 1970-talet till 98,5 pro-

cent under första hälften av 1980-talet och 104 procent åren 1987–1989. Mätt 411 som andel av tillgångarna minskade hushållens skulder fram till omkring 1970 för att sedan börja öka. Hushållens skulder motsvarade 54 procent både 1980 och 1985, men hade stigit till 68 procent 1988. Hushållen ökade sina skulder för att köpa finansiella tillgångar. Börsen steg kraftigt 1985 och 1986. Det blev vanligt att låna till pensionssparande som gav rätt till skatteavdrag.

Avregleringen innebar en stor förändring för hushållen. Den återkommande ransoneringen av den övriga utlåningen innebar att många hushåll var helt beroende av bankernas lånebeslut för att kunna köpa den bostad de ville. Ransoneringen hade inneburit att priserna trycktes ned, eftersom det var svårt att komma åt de krediter som krävdes för att konkurrera vid en budgivning. De som hade köpt hus under regleringsperioden kunde glädja sig åt en påtaglig värdestegring när hugade spekulanter lättare kunde låna pengar och pressade upp priserna för varandra.

Förändringen blev störst när det gällde krediter för andra ändamål. Trots allt hade det varit någorlunda lätt att få låna till en bostad, åtminstone om man köpte ett nybyggt hus med reglerade lån. Att låna till andra projekt var betydligt svårare. I och med att det blivit lättare att få lån kan människor använda krediter och sparande för att jämna ut inkomster mellan olika perioder i livet, resa, utbilda sig eller praktisera utomlands. Hushållen har blivit mindre beroende av tillfälliga förändringar i inkomster och utgifter.

Avregleringen innebar att bankerna fick större möjligheter att hjälpa sina kunder med skatteplanering. Hälften av bankernas utlåningsökning 1986 kom i december, för att följas av ett stort återflöde i januari 1987. Lånesumman minskade den beskattningsbara förmögenheten, det kostade inte så mycket att låna ett belopp några veckor över årsskiftet, och räntan var dessutom avdragsgill. Planeringen stärkte argumenten för en omfattande skattereform.

En del av 1980-talets problem berodde på att samspelet haltade mellan de olika delarna av den ekonomiska politiken. »Novemberrevolutionen« 1985 innebar att stora placerare kunde frigöra de pengar som tidigare varit bundna i obligationer, men den kvardröjande valutaregleringen innebar att de i stor utsträckning var hänvisade till de svenska tillgångsmarknaderna. Haussen i svenska aktier och fastigheter hade knappast blivit lika stark, om försäkringsbolagen haft större möjligheter att förränta sitt kapital utomlands. På samma sätt är det inte troligt att hushållen ökat sin belåning lika mycket efter 1985, om skattereformens skärpning av reglerna för ränteavdrag hade

42 Den europeiska frihandelssammanslutningen (European Free Trade Association) grundades 1960 av Danmark, Norge, Sverige, Portugal, Schweiz, Storbritannien och Österrike. Efter hand blev Danmark (1973), Storbritannien (1973) och Portugal (1985) i stället medlemmar av EEC/EG. Sedan även Sverige och Finland 1995 blivit medlemmar av EU återstår i dag Norge, Island, Liechtenstein och Schweiz.

412 kommit tidigare. Var och en av reformerna var befogad och till framtida nytta, avregleringen gjorde det lättare för enskilda och företag att hantera sin ekonomi, men bristen på samordning och tidsanpassning medförde stora påfrestningar vid övergången.

I sin rapport om »novemberrevolutionen« menar Svensson (1996) att »Riksbanken missbedömde kreditexpansionens omfattning och innehåll, det var inte endast frågan om en överflyttning av krediter från den grå marknaden«. Även bankerna underskattade förändringen. »Men det innebär inte någon ohämmad expansion av hushållskrediterna«, förklarade SE-Bankens styrelseordförande Curt G. Olsson. »Kreditpolitiken är fortfarande stram. Vi har frihet under ansvar.«

Devalveringen 1982, den internationella högkonjunkturen och kreditexpansionen bidrog till en kraftig överhettning av ekonomin mot slutet av 1980-talet. Inflationstrycket var starkt, tillgångspriserna skenade. Meningarna om hur situationen borde hanteras skiljer sig åt. Feldt (1991) och Lundgren (1998) anser att riksbanken borde ha stramat åt penningpolitiken, genom att höja räntan eller – menar Lundgren – genom att revalvera. Dennis (1998) betvivlar att en räntehöjning skulle ha räckt, eftersom skattesystemet minskade hushållens och företagens räntekänslighet. Han betonar i stället finanspolitikens ansvar för inflationstrycket i ekonomin.

NORM OCH UTBUD

Utvecklingen under 1980-talet ackompanjerades av förändringar i den ekonomiska debatten. Längre hade synen på den ekonomiska politiken präglats av en stark tilltro till att den centrala politiska ledningen skulle kunna lösa många av ekonomins problem genom den åtgärd som för stunden passade bäst. Laga efter lägenhet, blev inställningen. I vänboken till Gunnar Strängs 75-årsdag berättar Browaldh (1981) hur finansministern manövrerade sig igenom konjunkturförloppet:

Genom olika åtgärder lyckades vi t.ex. senarelägga de stora investeringarna i slutet av 1950-talet, bl.a. beroende på att investeringskatten togs bort just vid ingången till år 1958. Samtidigt släpptes investeringsfonderna fria och man mildrade kreditåstramningen. När sedan 1960–1961 ekonomin höll på att överhettas, lyckades Sträng genomföra en kraftig indragning av

företagens sparande till Riksbanken via speciella regler för investeringsfundsbyggnad, innebärande framtida skattelättnader. Utjämningen av konjunktursvängningarna klarades mycket skickligt under åren 1956–1963.

413

Efter hand blev politiken mindre lyckosam. Sambanden blev mer komplexa, de olika ekonomierna mer sammanflätade, och allt fler aktörer kunde genomskåda och undvika de ekonomisk-politiska manipulationerna.

Det banade väg för en omvärdering. Inom regeringen och dess kansli spelade diskussionerna i OECD en viktig roll. SNS Konjunkturråd blev en samlingsplats för ekonomer som efterlyste tydligare regler och starkare institutioner för stabiliseringspolitiken. Jonung (1999) har sammanfattat de nya tongångarna:

Begreppet »trovärdighet« blev ett nyckelord. Den ekonomiska politiken skulle enligt normekonomerna sträva efter att uppnå trovärdighet för en icke-ackomoderande⁴³ fastkurspolitik. En rad institutionella förändringar övervägdes som en metod för att skapa den önskvärda trovärdigheten för en fast växelkurs.

Det kan i efterhand te sig märkligt att den fasta växelkursen så oreflekterat blev en ledstjärna för normpolitiken. Problemet för det lilla landet är att det så lätt blir ett rö för omvärldens vindar, när växelkursen överför alla prisrörelser utifrån. Jonung (1977) hade pekat på Wicksell och prisstabiliseringsnormen efter 1931, men det var ett alternativ som knappt nämndes i debatten. I Brookingsrapporten (Rivlin, (red.), 1987) menade amerikanska ekonomer att Sverige inte skulle kunna hålla den fasta växelkursen, men deras svenska kollegor avvisade resonemanget. Den norm de flesta såg framför sig var en fast växelkurs, ju närmare D-marken, desto bättre. Den stadga och trovärdighet som den svenska ekonomiska politiken inte förmodade skapa på egen hand skulle den låna från Bundesbank. Detta var också en vanlig föreställning i den internationella debatten.

Om normer var det ena huvudbegreppet i 1980-talets ekonomiska de-

⁴³ »Ackomoderande politik« blev under 1980-talet ett av ekonomdebattens vanligaste skällsord. Med ackomoderande politik menades åtgärder som försökte lindra effekterna av i grunden skadliga åtgärder och trender. Skolexemplet var devalveringar för att neutralisera höga löneökningars negativa inverkan på konkurrenskraften.

414 batt, så blev utbudspolitik det andra. När världskonjunkturen och devalveringen fick fart på ekonomin slog denna snart i taket, eftersom det var svårt att mobilisera de resurser som krävdes för uppgången utan att inflationen satte fart. Därför skrevs det rader av utredningar och rapporter om hur resurser skulle frigöras och ekonomin fungera smidigare. OECD-diskussionen och erfarenheterna från Reagans USA och Thatchers Storbritannien inspirerade analyserna. Statliga utredningar och kommittéer och privata institut och tankesmedjor vände på snart sagt varje sten, från konkurrensfrågor och arbetsmarknadspolitik till hur skatter, pensioner, jordbrukspolitik och socialförsäkringar skulle konstrueras och kommunala tjänster öppnas för konkurrens.

Några av dessa förslag började gå till beslut redan i skiftet mellan 1980- och 1990-talet, med skattereformen 1990–1991 som främsta exempel, men de flesta skulle förverkligas först i samband med 1990-talskrisen.

FINANSKRISEN

Avregleringens effekter förstärktes av ränteläget. Inflationen innebar att realräntan långa tider var negativ, i synnerhet i kombination med skattereglerna. Det lönade sig att låna. Mönstret från frihetstidens fastighetsspekulation och första världskrigets gulaschinfation gick igen. Hushållen ökade sina lån. Även för företag var det skattemässigt lönsammare att finansiera expansion med lån i stället för att dra in kapital genom aktieemissioner. Men uppgången var löst grundad. Den ökade lånefinansieringen innebar att både hushållens och företagens ställning blev bräckligare än den varit tidigare. Skattereglerna tog bort en stor del av räntekostnadernas genomslag, men detta skulle förändras i och med skattereformen. Sverige var på väg in i det boom–bust-mönster som även präglade finanskriserna i Norge och Finland (Jonung, 2007).

Länge hade lagstiftningen gjort sträng åtskillnad mellan olika slags finansinstitut. Det var noga reglerat vilka verksamhetsgrenar som affärsbanker, sparbanker och föreningsbanker (de tidigare jordbrukskassorna) fick ägna sig åt. Rågången mot försäkrings- och hypoteksinstitut var tydligt uppdragen.

Regleringen var en nagel i ögat på sparbankerna, som hade svårt att erbjuda sina kunder en så bred service som dessa önskade. För att komplettera de enskilda sparbankernas utbud av tjänster bildade man en egen af-

färsbank, Sparbankernas Bank, men det var en nödlösning. Sparbankerna 415 tryckte på för att få samma rättigheter som affärsbankerna.

Redan år 1962 tillsattes en statlig kommitté för att utreda gränsdragningen mellan de olika kreditinstituten. Dess arbete ledde 1968 fram till en ny lag som innebar att särreglerna avskaffades. Affärsbanker, sparbanker och föreningsbanker fick möjlighet att konkurrera på lika villkor. På 1980-talet öppnades också möjligheterna till branschglidning, det vill säga att banker förvärvade försäkringsbolag och att försäkringsbolag startade banker.

Till en början skedde det ingen dramatisk förändring av de olika finansinstitutens verksamhet, men avregleringen av kreditmarknaden öppnade nya möjligheter. Många sparbanker gick samman och stora regionala sparbanker bildades. Den största av dem var Första Sparbanken, som tillkom 1982 genom att Sparbanken Stockholm och Länssparbanken Göteborg gick samman.

Under 1980-talets ekonomiska uppgång skärptes konkurrensen, men samtidigt mångfaldigades affärerna. De finansiella marknadernas avreglering och utvidgning innebar att bankerna kunde sälja nya finansiella instrument till sina kunder.

Sparbankerna och föreningsbankerna försökte ta marknadsandelar inom affärsbankernas traditionella område. Landsortsbankerna etablerade kontor i Stockholm för att följa sina företag och andra kunder till den nationella marknaden, men snart började de också jaga nya affärer på huvudstadens gator. Det fanns en påtaglig likhet med de regionala affärsbankernas expansion och Stockholmsetableringar under 1900-talets första expansiva år, men minnet av kraschen därefter hade förbleknat.

De första tecknen på en kris i finansbolagssektorn kom på hösten 1989. Vid årsskiftet gick det rykten om att en del finansbolag hade det svårt därför att vissa fastighetsbolag var illa ute. Finansbolaget Nyckeln förluster på fastigheter i London var det mest påtagliga. Hyresmarknaden utvecklades negativt, omsättningen på fastighetsmarknaden sjönk, räntorna steg och under perioden juli–november 1990 föll kurserna på Stockholmsbörsen med drygt 35 procent.

Under 1989 hade finansbolagens totala utestående lån uppgått till 134 miljarder kr, till stor del till fastighetssektorn. Krisen bröt ut på allvar i slutet av september 1990, när några banker meddelade bankinspektionen att de drog sig för att finansiera Nyckeln, som just hade vinstvarnat. »Nyckeln kunde inte längre finansiera sig på certifikatmarknaden och nästa dag hade

416 Independent samma problem«, skriver Dennis (1998). »Gamlestadens, Optimum och Finansor fick också problem med sin finansiering och den 26 september fungerade inte längre certifikatmarknaden.«

Efter Nyckelns kollaps började fastighetspriserna att falla, först på kommersiella fastigheter och därefter på villor och bostadsrätter. När bubb- lan sprack rasade priserna, eftersom det inte längre fanns några köpare. Marknaden var illikvid. För de större fastighetsbolagen sjönk marknadsvär- dena på två år – 1990 och 1991 – med bortåt 50 procent (Pettersson, 1993).

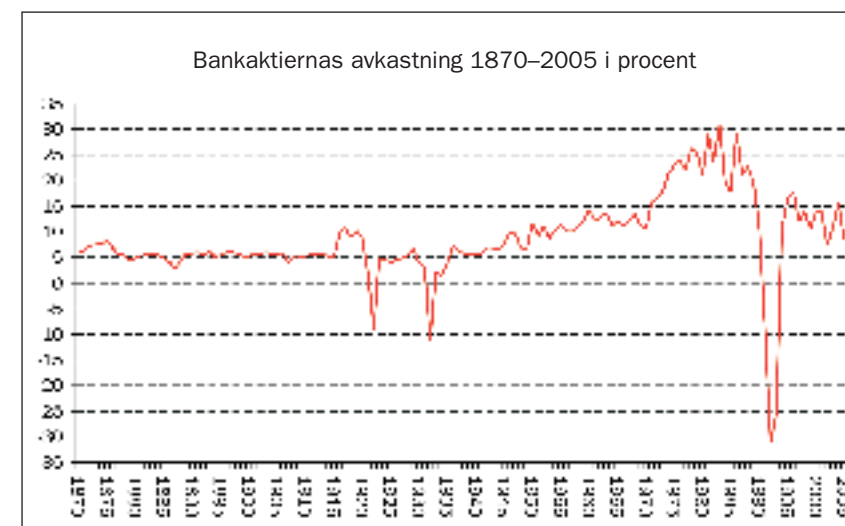
Från finansbolagen spred sig krisen till bankerna. Sedan andra världskrigets slut hade ingen bank råkat i allvarliga svårigheter, men i bör- jan av 1991 redovisade Tomelilla sparbank kreditförluster som uppgick till en tredjedel av utlåningen. Det blev värre än så. Hela det egna kapitalet var uttraderat, och 400 av 600 miljoner kr i utlåning hade gått förlorade. Övriga sparbanker fick gå in, och Tomelilla fusionerade med Sparbanken Skåne.

Det var bara den första stormsvalan. Första Sparbanken, Gota Bank och Nordbanken hörde till de banker som hamnade i knipa när fastighets- och finansbolagen inte klarade sina krediter. Även Föreningsbanken och SE-Banken var tidvis illa ute. I något fall (Sparbanken Väst) uppdagades och lagfördes direkta oegentligheter, men i allt väsentligt handlade det om be- dömningar och beslut som inte höll för krisens påfrestningar.

Lundgren (1998) beräknar bankernas sammanlagda kreditförluster 1990–1995 till 200 miljarder kr. Under åren 1990–1993 motsvarade Gota Banks förluster 37 procent av den totala utlåningen, medan siffran för Nord- banken var 21 procent och för Sparbanken Sverige 17 procent. Sammanlagt tog staten hand om kreditförluster i banksektorn på över 100 miljarder kr (Magnusson, 1996), men stora delar av detta belopp återvanns så småningom.

Krisen i Första Sparbanken föranledde riksbanken att rusta sig för en rusning från insättarnas sida. Riksbankens betalningsmedelsavdelning lade upp ett extra lager av sedlar i valvet under Brunkebergstorg och skaffade fram bilar, så att sparbankernas kontor skulle kunna möta oroliga kunder utan problem.

Karl-Henrik Pettersson, som var verkställande direktör i Första Spar- banken under de hektiska åren innan den måste rekonstrueras, försökte ett par år senare skildra bankkrisen inifrån (Pettersson, 1993). Han lyfter fram den förändrade värderingen av fastigheterna som en viktig orsak. Fastig- hetspriserna drevs upp när investerarna inte bara räknade på årlig avkast- ning mot årliga kostnader utan också tog in den förväntade värdestegringen.



1900-talets finanskriser gjorde djupa hack i avkastningskurvan för bankaktier.

418 Försäkringsbolagen gick i bräschen för det nya sättet att räkna. Det betydde att priset på kontorsfastigheter i goda lägen i Stockholm och Göteborg två- och tredubblades jämfört med tidigare.

Bankväsendet misslyckades med att hantera de ökade risker som avregleringen förde med sig. Pettersson menar att man bedömde varje fastighetsaffär för sig och i förhållande till andra fastigheter, men att man inte i tid insåg att det var omfattningen av den samlade exponeringen mot fastighetssektorn som innebar den verkliga risken. Det är betecknande att den storbank som klarade sig bäst – Svenska Handelsbanken – hade gått igenom en kris och en omorganisation så sent som på 1960-talet. Det påminner om hur 1878–1879 års kris lärde Stockholms Enskilda Bank att kryssa försiktigare än andra genom första världskriget och Kreugeryran.

Problemet var hur krisen skulle hanteras. Riksbanken hade ett ansvar för betalningsväsendet, men enligt riksbankslagen fick den bara ge kredit till svenska banker om det förelåg »synnerliga skäl«. Banken tolkade detta som att den bara kunde hjälpa i grunden solventa banker om de fick besvär med likviditeten. Om en bank riskerade att hamna på obestånd var det inte riksbankens sak, utan regeringens.

Regeringen drev inte tolkningsfrågan vidare utan organiserade själv de stödaktioner som behövdes. »Vår slutsats var att en bank inte kunde tillåtas gå i konkurs annat än i de fall det rörde sig om en enstaka, mindre bank som hamnat i en kris till följd av interna problem och endast under förutsättning att det existerade en inlåningsförsäkring som skyddar småspararna«, skriver Lundgren (1998). »En konkurs i en stor bank kunde bli mycket dyrbar för staten och skattebetalarna eftersom det blev nödvändigt att skjuta till stora resurser till försäkringssystemet för att det skulle klara sina förpliktelser mot insättarna. Den skulle dessutom riskera att punktera andra bankers möjligheter att finansiera sig utomlands.«

Så småningom bildade regeringen bankstödsnämnden med Stefan Ingves som generaldirektör. Nämnden hanterade räddningsinsatserna och de statliga intressena i de banker som berördes. Jämfört med andra länder hanterades finanskrisen i Sverige förhållandevis snabbt och resolut. Bankernas osäkra fordringar lades i särskilda bolag, vars tillgångar med tiden kunde säljas till belopp som täckte mycket av vad staten skjutit till under krisen.

I början av 1990-talet skedde en markant försvagning av den ekonomiska tillväxten. Avmattningen började i Nordamerika, Storbritannien och Sverige. Efter hand spred sig nedgången till övriga Västeuropa, medan Japan klarade sig längre.

Det fanns ett undantag. I november 1989 rasade muren i Berlin. Under 1990 återförenades Tyskland. När den västtyske förbundskanslern Helmut Kohl presenterade sin plan för de fyra tidigare ockupationsmakterna innefattade han även monetär återförening, till Bundesbankchefen Karl-Otto Pöhl's förskräckelse. Men utbytet av Ostmark mot D-mark hade stark symbolisk laddning.

Bundesbank bedömde att produktiviteten i öst uppgick till mellan 33 och 40 procent av den västtyska. Banken drog slutsatsen att lönerna i öst borde uppgå till en tredjedel av dem i väst, om den östtyska ekonomin skulle klara sig efter återföreningen. Banken argumenterade därför för att alla tillgångar i öst skulle konverteras till kursen 2:1, med undantag för 2 000 mark per invånare som av sociala skäl borde undantas och konverteras 1:1.

Men Bundesbanks förslag vann ingen anslutning. Ingen annan kurs än 1:1 ansågs vara politiskt möjlig. Det handlade om att undvika en massflytt från öst till väst. I demonstrationer på gator och torg skanderade östtyskarna: »Kommt die D-mark, bleiben wir. Kommt sie nicht, gehen wir zu ihr.« [Kommer D-marken stannar vi. Kommer den inte, så går vi till er.] I maj 1990 skrev Kohl på ett avtal om återförening med sin nye östtyske kollega Lothar de Maizière, vilket trädde i kraft den 1 juli. Den 2 juli växlades Ostmarken in mot D-mark.

Återföreningen innebar att Tyskland avvek från det övriga Europa. Under 1990 ökade bruttonationalprodukten i västra Tyskland med 5,7 procent och under 1991 med 5,0 procent, med stigande sysselsättning men också ökande inflation. Effekterna av växelkursen förvärrades genom att parterna på den tyska arbetsmarknaden förhandlade fram stora lönehöjningar i öst, som slog ut industrin men spädde på köpkraften. Inte förrän under andra hälften av 1991 började nedgången bli märkbar även i Tyskland.

Den kraftiga inflationen tvingade Bundesbank att skruva upp räntan. Den höga räntan lockade till sig stora mängder kapital, när andra länders investerare sökte sig till den höga avkastningen på den tyska kapitalmarknaden. Detta ökade spänningarna inom växelkursmekanismen (ERM) i det

420 europeiska monetära systemet (EMS). För att bevara de inbördes växelkurserna tvingades de andra ERM-länderna att följa efter med sina räntor, trots att höjningen fördjupade lågkonjunkturen.

Den höga tyska räntan utlöste en våg av kritik både från USA och från övriga Europa. Det höjdes röster för att D-marken borde länkas av från EMS med hänsyn till återföreningens påfrestningar. Även tyska politiker – inklusive förbundskansler Kohl – uttryckte sitt missnöje.

Många i Europa skyllde recessionen på USA. När USA började återhämta sig redan 1992 såg man fram emot bättre tider, samtidigt som man hoppades att Bundesbanks räntor skulle sjunka i takt med att återföreningen normaliserades. Men krisen i Europa förvärrades.

Under tiden pågick processen med att ratificera Maastrichtfördraget. Det nya fördraget skulle omvandla EG till den europeiska unionen (EU) och vidga samarbetet på en rad områden, inte minst genom den ekonomiska och monetära unionen (EMU). De danska väljarnas nej till Maastricht den 2 juni 1992 kom som en chock. Investerarna började ifrågasätta om den monetära unionen skulle bli av. Om Frankrike gjorde likadant skulle processen vara tillbaka vid utgångspunkten. Med ökad osäkerhet framstod ränteskillnaderna som alltför små. Under sommaren och hösten började investerare att undvika valutor med ett skakigt förflutet och sålde lira, pund och kronor, vilket tvingade centralbankerna i dessa länder att höja sina räntor.

Turbulensen ökade under sommaren 1992. Den 16 juli höjde Bundesbank räntan med hänvisning till att penningmängdsmålet hade överskridits. Detta ökade pressen på de svaga valutorna. När Federal Reserve sedan sänkte räntan för att dra ut USA ur recessionen flödade ännu mer kapital till D-marken, vilket förstärkte spänningarna inom EMS. Den 26 augusti föll pundet till sitt golv inom ERM, där det fick sällskap av liran.

Vid ett informellt möte med EG:s finansministrar och centralbankschefer i Bath försökte man lindra trycket. Tanken var att de andra ERM-valutorna skulle devalvera mot D-marken och den holländska gulden medan Bundesbank sänkte räntan. Men ordföranden, den brittiske finansministern Norman Lamont, förmådde inte övertala de tyska företrädarna, som vägrade sänka räntan med hänvisning till inflationen i hemlandet. De franska och engelska förhandlarna ville inte blandas samman med Italien och avstyrkte en allmän växelkursförändring.

Den 8 september devalverade Finland marken. Liksom Sverige drogs man med kostnadsproblem, men Finland var mer pressat än de andra väst-

421 europeiska länderna, eftersom det sönderfallande Sovjetunionen hade stått för en stor del av den finska utrikeshandeln. Den finska situationen förvärrades av att marken hade revalverats i samband med att Finland sommaren 1991 knöt sin valuta till ERM-systemets räkneenhet, ecun. Redan den 14 november 1991 hade Finland en första gång tvingats att släppa ecukopplingen och låta marken flyta, för att dagen efter återgå till en fast men 12,3 procent lägre kurs. I april 1992 avgick den finske centralbankschefen Rolf Kullberg efter en schism med den dåvarande statsministern Esko Aho, mitt under det kaos som rådde på finans- och penningmarknaden.

Ytterligare ett försök att förhandla fram en allmän växelkursförändring mot en tysk räntesänkning misslyckades. Efter bilaterala förhandlingar med Tyskland devalverade Italien liran den 13 september, medan Bundesbank motvilligt sänkte sin viktigaste ränta med 25 punkter (0,25 procentenheter).

Onsdagen den 16 september, fyra dagar före den franska folkomröstningen, publicerade den tyska tidningen *Handelsblatt* en intervju med den nye Bundesbankschefen Helmut Schlesinger. Schlesinger förklarade att »ytterligare devalveringar kan inte uteslutas«.

Detta ökade pressen på pundet, eftersom många bedömare betvivlade att den brittiska regeringen och Bank of England tänkte höja räntan ytterligare. Allt fler ifrågasatte dessutom det meningsfulla i en sådan höjning. En del ansvariga menade att en högre ränta bara skulle öka spänningen mellan den inhemska ekonomin och ERM.

Samma dag som intervjun med Schlesinger publicerades blev attackerna mot pundet som mest intensiva. Bank of England höjde sin lägsta utlåningsränta från 10 till 12 procent och förklarade att en andra höjning till 15 procent skulle träda i kraft dagen därpå. Men Lamont insåg att spelet var slut och tog tillbaka den andra höjningen. Samma kväll gick EMS med på Storbritanniens begäran att ta ut pundet ur ERM. Även liran fick lämna ERM, och Spanien lät devalvera pesetan med 5 procent.

De franska väljarnas knappa ja till Maastricht den 20 september räckte inte för att lugna marknaderna, som hade sett att regeringar inte orkade stå emot. Det irländska pundet trycktes ned mot sitt ERM-golv efter den brittiska nedskrivningen och klarade sig bara genom att införa nödfallskontroller.

Spanien och Portugal devalverade med 3 procent. Norge släppte sin kurs mot ERM den 10 december. Irland devalverade med 10 procent inom ERM den 30 januari 1993. När de spanska arbetslöshetssiffrorna för sista

422 kvartalet 1992 släpptes vände sig spekulationen på nytt mot Spanien och Portugal, som tvingades devalvera än en gång.

Spekulanterna siktade nu in sig på Frankrike. Den franske ekonomiministern Edmond Alphandéry begärde den 24 juni 1993 ett möte med sin tyske kollega Theo Waigel för att förhandla om en tysk räntesänkning, men Waigel ursäktade sig med att han var upptagen av annat. Sista torsdagen i juli vägrade Bundesbank på nytt att sänka räntan, med hänvisning till penningmängden och oron för inflation. Under sista veckan i juli använde Banque de France mer än 32 miljarder dollar för att försvara kursen, varav det allra mesta den 28 juli.

Vid ett krismöte under det sista veckoslutet i juli 1993 gick finansministern och centralbankschefer till slut med på det oundvikliga. Eftersom man inte kunde komma överens om åtgärder för att rädda systemet beslöt man att i stället öka bandvidden inom ERM från 2 ¼ procent till 15 procent. Detta betydde i praktiken att växelkursmekanismen i sin snäva form hade upphört.

Överraskande nog ledde kapitulationen inte till ökad inflation, försämrad centralbanksdisciplin eller ökad misstro från marknaderna, summerar Eichengreen (2007). När bandvidden hade vidgats lugnade marknaderna ner sig och EMU-förberedelserna fortsatte. Det var också påfallande att länder som Frankrike och Danmark red ut stormen. Den franska regeringen hade lagt om kursen 1983. Under åren 1976–1979 hade den danska kronan devalverats med 26 procent mot D-marken, men i september 1982 inledde den danska regeringen en »ny æra med fastkurspolitik« (Mikkelsen, 1993). Inriktningen på en fast växelkurs medförde att Danmark avstod från att följa Sveriges devalvering 1982. Den danska »kartoffelkuren« 1986, kombinerad med en skattereform 1987 som minskade ränteavdragens betydelse, bidrog till större stadga och vann marknadens förtroende.

KRONFÖRSVARET

Den svenska ekonomin gick in i den internationella konjunkturedgången med dåliga förutsättningar. Konkurrenskraften var kraftigt nedsatt, det finansiella systemet var i gungning. Nedgången förstärktes av skattereformen, som i ett slag gjorde hushållen långt mer räntekänsliga än tidigare. Eftersom realräntan steg från 1 à 2 procent 1991 till tidvis över 10 procent året därpå fick sparandet en kraftig stimulans. På bara några år slog sparkvoten om från

negativa tal i slutet av 1980-talet till 10 procent av hushållens disponibla inkomster 1993. Detta innebar en kraftig försvagning av efterfrågan på hemmamarknaden, vilket bidrog till ett ras i sysselsättningen. Den ekonomiska politiken underskattade hur mycket mer hushållen ansåg sig behöva spara.

För svensk del var bankkrisen en svår komplikation. Många banker hade stora skulder i utlandet. Om kronan devalverades skulle deras balansräkningar i ett slag kraftigt försämrats. Å andra sidan innebar de höga marginalräntorna under kronförsvaret stora kostnader och påfrestningar, både direkt för bankerna själva och för deras utsatta låntagare. Hur riksbanken än vände sig fick agerandet besvärliga återverkningar för det finansiella systemet.

Trots de dåliga förutsättningarna var regeringen och riksbankens ledning fast beslutna att slå vakt om kronans växelkurs. Men det var svårt att driva den politik som krävdes. Den 6 februari 1990 berättade Kjell-Olof Feldt för Bengt Dennis att han hade bestämt sig för att avgå som finansminister. Kvällen före hade LO sagt nej till att skjuta upp den sjätte semesterveckan och utvidgningen av föräldraförsäkringen. Feldt bedömde att finanspolitiken skulle bli för svag.

Feldt avgick inte omedelbart. De närmaste dagarna arbetade regeringen fram ett »stoppaket« i stället för den finanspolitiska åtstramningen. Statsminister Ingvar Carlsson, som hade tagit över efter mordet på Olof Palme 1986, presenterade paketet den 8 februari. Priser, löner, hyror och kommunalskatter skulle frysas, strejkrätten begränsas och böterna för »vilda« strejker höjas kraftigt. Stoppaketet kan ses som det sista utslaget av regleringstidens politik. Staten skulle kommandera inflationen att hålla sig i skinnet.

Efter starka protester – inte minst från fackligt håll – drog regeringen tillbaka förslagen om strejkrätten den 12 februari, men riksdagen röstade ändå ned förslaget om lönestopp den 15 februari 1990. Ingvar Carlsson lämnade in sin avskedsansökan, regeringen satt kvar som expeditionsminister, men Feldt avgick som finansminister. Han kom inte tillbaka när regeringen återkom den 27 februari utan efterträddes av Allan Larsson, som tidigare hade varit generaldirektör i arbetsmarknadsstyrelsen.

Regeringens politiska bekymmer skapade oro på valutamarknaden. Räntorna steg, riksbanken tvingades stödköpa kronor. Den 14 februari annonserade riksbanken att den ville dra in 21 miljarder kr till en dagslåneränta på 15,25 procent, vilket innebar en höjning med 2,75 procent. Hela beloppet kom inte in – en pågående bankkonflikt försvårade operationen –

424 men räntesignalen fungerade. Valutautflödet bromsades, och trycket mot kronan lättade.

I den nya regeringen utnämndes Erik Åsbrink till statsråd i finansdepartementet. Det betydde att han måste ha en efterträdare som ordförande i riksbanksfullmäktige. Kjell-Olof Feldt nämndes, men till slut blev det Per Borg, generaldirektör i försvarets materielverk. »Jag kände Borg väl genom tiden i Handelsdepartementet och hade stort förtroende för honom«, skriver Dennis. Den nye ordföranden hade arbetat på finansdepartementet samtidigt som Dennis, för att sedan gå till handelsdepartementet när Dennis blivit statssekreterare.

Ett par månader senare föreslog LO-ekonomerna i sin vårrapport och i en debattartikel i *Dagens Nyheter* att Sverige borde byta till flytande växelkurs eller ett index med valutor där politiken bättre motsvarade Sveriges. Detta var enda sättet att rädda den fulla sysselsättningen, menade de. Den nye finansministern Allan Larsson förklarade att LO-utspelet retade regeringen att skärpa sin hållning: »Jag hade föreställningen att det rådde samsyn om behovet att få ner inflationen och därför uppfattade jag artikeln som en provokation mot dessa strävanden« (Lindvall, 2006).

Den finansiella oron ökade igen i början av oktober 1990. Den 5 oktober hade Storbritannien anslutit pundet till ERM-samarbetet. Det spekulerades i att kronan skulle knytas till ecun och samtidigt devalveras. Riksbanken höjde marginalräntan i omgångar tills den låg på 17 procent. Samtidigt förberedde regeringen ett program med åtgärder. Den föreslog utgiftsnedskärningar med 15 miljarder kr, inklusive en sänkning av förmåner i socialförsäkringarna, och den bedyrade att inflationsbekämpningen skulle överordnas alla andra mål inom den ekonomiska politiken. Det viktigaste beskedet i pressmeddelandet om regeringens åtgärder gällde Europapolitiken:

För att etablera goda tillväxtbetingelser för svenskt näringsliv måste ökad klarhet skapas när det gäller Sveriges roll i Europa. Regeringen eftersträvar ett nytt riksdagsbeslut om Europapolitiken som tydligare och i mer positiva ordalag klargör Sveriges ambitioner att bli medlem i Europeiska Gemenskapen.

Ur ett svenskt och socialdemokratiskt perspektiv innebar detta stora steg och ett brott med det förflutna. Under 1980-talet hade socialförsäkringarna

ökat i förhållande till BNP, samtidigt som de hade varit fredade från försöken att strama åt budgeten. Det var en del av orsaken till att finanspolitiken hade misslyckats. Sedan 1930-talet hade den fulla sysselsättningen varit socialdemokratin överordnade mål; att inflationsbekämpningen nu sattes i första rummet var en markant förändring, även om man försäkrade att detta ytterst syftade till att säkra just sysselsättningen. Att regeringen tog ställning för ett svenskt EG-medlemskap innebar också ett klart brott med den politik som socialdemokratin hade stått för sedan 1971, då Olof Palme deklarerade att ett EG-medlemskap inte var förenligt med traditionell svensk utrikespolitik.

Samtidigt pågick en annan stor förändring. Under våren 1990 fick den tidigare generaldirektören för arbetsmarknadsstyrelsen Bertil Rehnberg regeringens uppdrag att »följa avtalsförhandlingarna och lämna parterna lämpliga råd och förslag«. Rehnberg och hans bisittare förde under våren samtal med mängder av organisationer på arbetsmarknaden. Den 30 mars lämnade gruppen ett förslag till parterna om avtal för återstoden av 1990 och 1991, men förslaget förkastades av privattjänstemannakartellen (PTK). »Det fanns då, enligt Rehnberg, inget medvetande om att landet stod mitt uppe i en allvarlig ekonomisk kris«, skriver Nycander (2002).

Regeringen förmådde Rehnberg och hans kollegor att göra ett nytt försök i september. Förhandlingsgruppen skrev till 111 centrala avtalslutande parter om syftet med ett stabiliseringsavtal. Det övervägande flertalet adressater höll med om att löner och priser måste växlas ned. Oktoberkrisen 1990 underströk allvaret. I december lade gruppen fram ett förslag om avtal som skulle gälla fram till i mars 1993. Lågavlönade skulle gå med på lönestopp i 6 månader, övriga i 15 månader. Alla de klausuler och garantier som tidigare hade drivit upp lönestegringarna från avtal till avtal skulle slopas. Under första halvåret 1991 slöts det ena branschavtalet efter det andra enligt Rehnbergmodellen, tills praktiskt taget hela arbetsmarknaden omfattades av avtalet.

Rehnbergavtalet bidrog till ett drastiskt brott i löneökningstakten, även om den djupa lågkonjunkturen också gjorde sitt till. Inte minst städade överenskommelsen i den paragrafdjungel som hade samlats i avtalen. Det blev under 1990-talet avstamp för en allt mer decentraliserad och individualiserad lönebildning, som bidrog till en god reallöneutveckling under en följd av år.

För dem som deltog vid genomförandet av dessa förändringar framstod

426 det som om Sverige hade brutit med mycket av det som hämmat den ekonomiska politiken och utvecklingen. Detta ökade optimismen om att det skulle gå att försvara den fasta växelkursen. Kronförsvaret blev ett åtagande över partigränserna, eftersom det kopplades till ansökan om EG-medlemskap. I den allmänna debatten blev det närmast nationell samling kring kronan under de kommande åren.

Haken var att trovärdigheten inte kom lika snabbt som besluten. Redan under 1991 föll inflationen till bara ett par procent, men omvärlden var inte övertygad om att detta var en bestående förändring. Skulle budgetunderskotten stampas ut, hade lönebildningen verkligen reformerats i grunden? För Danmark och Frankrike hade det tagit åtskilliga år att övertyga marknaderna om att deras växelkurs var realistisk i förhållande till förutsättningarna och den politiska handlingskraften. Bland svenska beslutsfattare talades det om att kronan skulle bli en hårdvaluta, men omvandlingen hade ännu inte bekräftats av erfarenheten.

Budgeten och finansplanen 1991 underströk inflationsbekämpningens primat. Räntan föll snabbt, även om den svenska räntan fortfarande låg högt över räntan i omvärlden. Den 17 maj 1991 förklarade riksbanken att kronan knöts till ecun. I valrörelsen 1991 framhöll den socialdemokratiska regeringen att »vändpunkten« i konjunkturen snart skulle komma. I kompletteringspropositionen i april förklarade regeringen: »Framtidsutsikterna för den svenska ekonomin har förbättrats under det senaste halvåret.«

Lundgren (1998) menar att riksbanken bidrog till valutautflödet genom att låta ränteskillnaden mot ecun krympa till nära nog noll mellan juni och augusti. Efter den borgerliga segern i riksdagsvalet i september 1991 blev den förre moderate handelsministern Staffan Burenstam Linder ny ordförande i riksbanksfullmäktige, men Bengt Dennis satt kvar som riksbankschef. Det var ett steg mot att frikoppla riksbanken från partipolitiken.

Den finska devalveringen i november 1991 innebar att kronan kom under press. Riksbanken höjde räntan i två steg, den 26 november från 10,5 till 11,5 procent och den 5 december ända till 17,5 procent. »Jag använde mig här för första gången av den fullmakt som riksbanksfullmäktige den 8 november 1990 gett riksbankschefen att – under vissa förutsättningar – sätta en ränta som låg över den av fullmäktige beslutade räntetrappan«, skriver Dennis (1998).

Under våren 1992 kunde räntan stegvis sänkas, men det danska nejdet till Maastrichtfördraget bröt den positiva trenden. Det svenska budgetun-

derskottet växte snabbt och oroade de finansiella bedömarna. Arbetslösheten ökade och bruttonationalprodukten minskade. Riksbanken höjde räntan från 11,5 till 12 procent i slutet av juli. En månad senare ökade valutautflödet så kraftigt att banken höjde till 13 procent den 20 augusti och till 16 procent den 26 augusti. Ränthöjningen ledde till att den borgerliga regeringen tog kontakt med socialdemokraterna. Detta blev inledningen till ett samarbete över blockgränsen för att rädda den fasta växelkursen.

Den finska markens devalvering den 8 september ledde till nya spekulationer mot kronan. Det räckte inte att riksbanken höjde dagslåneräntan från 16 till 24 procent. Riksbanksfullmäktige möttes dagen efter, kl. 7.00 den 9 september 1992. »Mitt förslag till fullmäktige var att i stället för 24 procents marginalränta gå till 75 procent och att förstärka valutareserven med 120 miljarder genom upplåning i utlandet«, berättar Dennis. Fullmäktige biföll förslaget.

Därmed hade utlandslänenormen fallit. Både riksbanken och riksgäldskontoret skulle låna. Riksbanken lånade 25 miljarder, det mesta i BIS mot guldreserven som säkerhet, resten av Norges Bank och Danmarks Nationalbank. Riksgäldskontoret, som under tre år hade ägnat sig åt att amortera den utländska delen av statsskulden, blev i ett slag den största låntagaren på de internationella kapitalmarknaderna. Det närmaste året svarade svenska staten för en femtedel av all den upplåning som statliga och överstatliga låntagare stod för.

Samma dag meddelades det att kreditförsäkringsaktiebolaget Svenska Kredit hade beslutat ställa in betalningarna, sedan huvudägarna Trygg-Hansa SPP och Skandia vägrat skjuta till mer kapital. Ett par dagar senare berättade SE-Banken för statssekreteraren Urban Bäckström i finansdepartementet att det började bli svårt att låna i utlandet.

The Times såg pessimistiskt på Sveriges möjligheter att hålla växelkursen. Tidningen påminde om att Banque de France hade försvarat francen i mars 1983 med 1000 procents marginalränta under flera veckor, men till slut ändå fått ge upp. »Löjligt höga räntor är inte alls ett tecken på en stark regering utan i stället oftast det sista desperata rycket från ett land som är på väg att ge upp inför det övermäktiga trycket från finansmarknaderna.«

Efter några dagars återhämtning ökade spekulationerna på nytt den 16 september, efter Bundesbankschefen Schlesingers uttalande om ytterligare devalveringar. När fullmäktige samlades föreslog Dennis att man skulle

428 gå tillbaka till 75 procent marginalränta, men med möjlighet för honom själv att utnyttja 1990 års novemberfullmakt att höja ännu mer. På eftermiddagen kl. 15.20 gick banken ut med en presskommuniké: »Den höjning av marginalräntan till 75 procent som Riksbanken vidtog i morse var inte tillräcklig för att stoppa valutautflödet. Riksbanken har därför beslutat att höja marginalräntan till 500 procent.«

Under natten till torsdagen den 17 september lämnade pundet och liran ERM. De 500 procenten förmådde inte hejda utflödet. Inom riksbanken påpekade man att en 10-procentig devalvering inom ett dygn motsvarade en avkastning på 3 650 procent för den som lånat svenska kronor och växlat dem mot en valuta som inte devalverades.

I efterhand framstår detta som den tidpunkt då även Sverige hade kunnat släppa den fasta växelkursen. Frågan är hur de två följande månadernas kronförsvaret ska bedömas. Många företag utnyttjade tiden till att minska sin exponering i svenska kronor, men de höga realräntorna innebar en svår påfrestning för den svenska ekonomin, för skuldsatta mindre företag lika väl som för den krisdrabbade finanssektorn. Finansdepartementet lät en headhunter ta fram listor över tänkbara nya ledamöter i bankstyrelserna, om staten skulle tvingas ta över banker med problem.⁴⁴

Men försvaret fortsatte. På morgonen den 17 september träffade finansminister Anne Wibble riksbankschefen och de ledande männen i riksbanksfullmäktige. Man var överens om att gå upp till 4000 procent om det var nödvändigt och att söka vägar att skydda det finansiella systemet mot skadeverkningarna. Huvudsaken var att vinna tid, så att regeringen och oppositionen under veckoslutet kunde enas om ett krispaket.

Den 18 september ringde statsminister Carl Bildt till Dennis och bad honom att komma till en överläggning med samtliga partiledare. Dennis betonade vikten av att minska budgetunderskottet. Neddragningen borde motsvara minst 3 procent av bruttonationalprodukten och lägga huvudvikten vid minskade utgifter. Så långt nådde inte det krispaket som presenterades den 20 september, men riksbanksfullmäktige beslöt ändå nästa morgon att sänka räntan från 500 till 50 procent.

Stormen lade sig inte. Bankerna hade stora problem med sin utlandsupplåning. Riksbanken hade tagit upp problemet med bankledningarna, som minskat sin exponering, men den var fortfarande mycket stor. Bankerna hade

44 Stefan Ingves, personligt meddelande 4.4.2007.



Dagens Nyheter löpsedel den 10 september 1992.



Dagens Nyheter löpsedel den 17 september 1992.

430 fördyrat de utlandslån som de förmedlade till sina kunder, men trots höjningen var räntan fortfarande lägre på utlandslån än på de svenska lånen. Det vållade problem, eftersom de utländska långivarna blev allt mer tveksamma. Sverige var under tryck, den svenska staten upptog mycket av det låneutrymme som fanns, och några svenska institut – Dennis nämner Gota Bank – bedömdes vara illa ute.

Bankerna kunde tvingas tala om för sina kunder att de inte längre kunde låna utomlands, ett besked som skulle ha kunnat skapa ytterligare oro. Den 24 september anmälde riksbanksledningen att en mindre del av den svenska valutareserven hade placerats i tre svenska banker. På så sätt säkrades deras tillgång till utländsk valuta. Som mest hade riksbanken 57 miljarder placerade i bankerna på detta sätt (Lundgren, 1998). För Sverige var detta något nytt, men Norges Bank hade sedan lång tid ett liknande arrangemang med sina banker.

Problemen hade spritt sig till bostadsinstituterna. Claes Norgren, som för riksbankens del följde bankkrisen, föreslog fullmäktige att instituten skulle få låna på särskilda villkor. Riksbanken öppnade en kredit på 18 miljarder kr, som skulle löpa med 20 procents ränta i fyra veckor. Fem miljarder fördelades i proportion till institutens kapital, resten efter behov.

På kvällen den 29 september ringde Wibble och bad Dennis komma över och träffa »fem partiledare«, det vill säga de fyra regeringspartiernas och socialdemokraternas ledare. »Ingvar Carlsson hade en huvudroll och hans frågor oroade mig«, skriver Dennis. »Han frågade två gånger om vi förgäves slösade bort krutet för det fall vi misslyckades.«

Trots Carlssons undran medverkade socialdemokraterna till ett andra krispaket, som man resonerat sig fram till under natten. Vid fullmäktiges möte samma dag beslöt riksbanken att sänka räntan till 24 procent. Efter ett valutainflöde nästa dag beslöt man den 2 oktober att gå ned till 20 procent. »Vi hade förhoppningar om att för evigt kunna avvisa alla devalveringsrykten och valutaspekulationer«, skriver dåvarande statsrådet Bo Lundgren om stämningen i början av oktober. Under de närmaste veckorna fortsatte sänkningarna, tills man nådde 11,5 procent den 10 november.

Sedan ökade oron på nytt. Redan i slutet av september hade Märtha Josefsson på investmentbolaget Luxonen S.A. meddelat vice riksbankschefen Thomas Franzén att hennes företag skulle sälja sina positioner i svenska kronor så fort marknaden hade lugnat sig. Den 12 november avvecklade Luxonen sin upplåning på 15 miljarder kr i dollar och D-mark, vilket ledde till ett

431 kraftigt valutautflöde. Samma dag hade riksgäldskontoret misslyckats med att placera hela sin emission av statsskuldväxlar. Fredagen den 13 november uppgick valutautflödet till 32 miljarder kr. Den 15 november sade Ingvar Carlsson nej till ytterligare uppgörelser med regeringen i en TT-intervju. Flödet fortsatte på måndagen.

Tisdagen den 17 november tog Dennis upp frågan om en D-marks-koppling i fullmäktige. Han menade att risken för att ryckas med vid valutaoro skulle minska, samtidigt som kronan skulle bli mer attraktiv om kursrisken mot utlandet minskade. Staffan Burenstam Linder ställde frågan om riksbankens operationer på valutamarknaden äventyrade bankens egen ekonomiska ställning.

Under tiden inleddes nya samtal mellan regeringen och socialdemokraterna. Finansministern trodde att sannolikheten var 50 procent för att det skulle finnas en tredje överenskommelse till klockan 16 nästa dag.

Fullmäktige samlades klockan 13.30 den 18 november. Tjänstemännen hade tagit fram en utförlig promemoria om bankens valutaexponering. Dennis (1998) sammanfattar:

Den slutsats som promemorian mynnade ut i på denna punkt var att även om Riksbanken skulle få en betydande negativ nettoposition skulle bankens starka position inte undergrävas. Balansräkningen var mycket stark. Resultatutjämningsfonden och det egna kapitalet, totalt ca 60 miljarder kronor, var avsedda för situationer av det slag som nu aktualiserades.

Att döma av Dennis redogörelse lät sig Burenstam Linder inte övertygas. Både han och Johan Gernandt, som också hade utsetts av moderata samlingspartiet, ringde någon timme efter sammanträdet. De förklarade för Dennis att de ansåg att priset för att hålla fast vid växelkursen kunde bli för högt. Dennis undrar om ordföranden sökte »en så teknisk-ekonomisk fråga som terminspositionens storlek« att hänga upp ett beslut att släppa kursen på. Ett annat sätt att tolka frågan är att det handlade om samma undran som Ingvar Carlsson tidigare framfört. Hur stora var möjligheterna att lyckas, om man fortsatte att hålla emot marknaden?

Den 18 november gjorde riksbanken interventioner för 36 miljarder kr, det mesta under eftermiddagen. Den socialdemokratiska riksdagsgruppen sammanträdde på kvällen, men stämningen ska ha varit negativ. Mellan nio

432 och tio på kvällen ringde LO:s ordförande Stig Malm sin ekonomichef och bad honom terminssäkra två stora utlandslån,⁴⁵ enligt vad *Dagens Nyheter* avslöjade ett halvår senare (Lundgren, 1998). Strax före halv sju nästa morgon ringde Anne Wibble till Dennis och meddelade att det ännu inte fanns någon uppgörelse med socialdemokraterna. Partiets verkställande utskott skulle sammanträda först klockan 10. Sedan skulle riksdagsgruppen träffas, men någon tid för detta möte var inte utsatt.

Regeringen gick ändå ut med ett pressmeddelande tidigt på morgonen den 19 november om vad den var beredd att göra. Arbetsgivaravgifterna skulle sänkas med 7 procentenheter från den 1 april 1993 för att återställa konkurrenskraften. Under 1993 och 1994 skulle detta betalas genom en sänkning av ATP-avgiften, för att inte öka budgetunderskottet. Regeringen uppgav att man hade informerat socialdemokraterna om förslagen och att man var villig att pröva andra finansieringskällor. I samråd med riksbanken skulle staten på nytt börja låna i utländsk valuta. Tidigare hade valutalånenormen varit en markering av att staten inte ville smita undan följderna av budgetunderskottet, men på grund av oron kring kronan skulle upplåningen dels göra underskottet billigare, dels betona statens intresse av att kronkursen låg fast. Om Sverige tvingades devalvera skulle ju lånen bli väsentligt dyrare i svenska kronor.

När fullmäktige samlades föreslog Dennis att räntan skulle höjas till 20 procent, vilket marknaden fick besked om strax innan den öppnade:

Meningsutbytet mellan Burenstam Linder och [Allan] Larsson [socialdemokraternas ledande man i fullmäktige] klargjorde bortom allt tvivel att frågan inte längre gällde försvaret av fast växelkurs utan vem som skulle sitta med Svarte Petter när försvaret gavs upp. Socialdemokraternas taktik var att vinna tid, att undvika att svara regeringen tills man kunde bedöma marknadens och Riksbankens reaktion. (Dennis, 1998.)

Redan efter ett par timmars handel hade banken tvingats intervensera för 17,5 miljarder kr. Det rågade måttet för Dennis: »10.42 meddelade jag ledamöterna att jag inte längre ansåg det meningsfullt att hålla fast vid växelkursen

45 En terminssäkring innebär att man betalar en avgift för att vid en viss tidpunkt kunna lösa lånet till en fastställd växelkurs, även om kurserna förändrats till dess.



Regeringen samlad på Rosenbad för krisförhandlingar med oppositionen den 18 september 1992.

Närmast till höger statsminister Carl Bildt (f. 1949) och finansminister Anne Wibble (1943–2000).

434 och att Riksbanken borde övergå till flytande kurs för kronan.«

Innan fullmäktige fattade det formella beslutet föreskrev riksbankslagen att samråd skulle ske med regeringen. Eftersom Carl Bildt och Anne Wibble just satt i en direktsänd presskonferens och försvarade den fasta växelkursen dröjde det någon timme innan samrådet kunde äga rum.

Medan presskonferensen pågick hade fullmäktige en informell diskussion om hur stort valutaflöde man kunde tillåta sig denna dag. Ordföranden fick de övriga ledamöterna med sig på en gräns vid 25 miljarder, något som han tre år senare hänvisade till i en intervju om varför man gav upp försvaret (*Dagens Nyheter* 4.11.1996). Dennis menar »att det på sina håll fanns behov av att sätta en stupstock, hit men inte längre, hur irrationellt underbyggd den än var«. För egen del hade han redan bestämt sig för att det hela var över.

Klockan 12.56 meddelade Ingvar Carlsson, efter någon timmes möte med sin riksdagsgrupp, att han skulle kontakta regeringen under dagen för att ge synpunkter på krispaketet. Han ville inte ge besked om han skulle förhandla eller ej. Han lovade redovisa sina synpunkter vid en presskonferens klockan 15.

Klockan 14 samlades fullmäktige på nytt. Innan det formella beslutet fattades ringde Dennis en sista gång till stats- och utrikesministrarna. Carl Bildt ville ha tio minuter på sig för att ringa några kollegor i andra länder. Klockan 14.28 lade riksbanken ut beskedet, efter att ha intervenerat för 26 miljarder kr. Bankens pressmeddelande lød:

Riksbanken har beslutat att med omedelbar verkan låta kronans växelkurs flyta. Det innebär att Riksbanken upphör med att köpa och sälja kronor i syfte att försvara den fasta växelkursen mot ecu. Höjningen av marginalräntan till 20 procent, som annonserades i dag på morgonen, återtogs. Marginalräntan sätts i stället till 12,5 procent.

En viktig fråga var vilken ränta banken skulle välja efter att växelkursen släppts. Den nivå man lade sig på skulle bli bestämmande för den fortsatta ränteutvecklingen. Krister Andersson (2003), som vid denna tid var chef för riksbankens ekonomiska avdelning, har redogjort för tjänstemännens diskussion vid en återblick i samband med tioårsdagen av kronfallet.

Franzén antog att höjningen till 20 procent skulle tas tillbaka och att räntan skulle hamna på 11,5 procent, dvs. samma nivå som före höjningen. Jag argumenterade dock starkt för att räntan borde sättas högre, t.ex. 12,5 procent, för att markera att vi inte släppt prisstabiliteten som norm och att vi inte accepterade ett hur stort kronfall som helst. Franzén nappade på idén och tyckte att det kunde vara det tydligaste sättet att kommunicera att det överordnade målet var oförändrat och att endast medlen att uppnå det hade ändrats. Han gick tillbaka till fullmäktige för att diskutera frågan.

435

Dennis (2003) konstaterar i samma volym att »[k]ritiken mot Riksbankens räntepolitik inleddes nästan omgående efter beslutet att låta kronan flyta och den tilltog snabbt i styrka«. Vid presskonferensen den 19 november tog han tydligt avstånd från Bank of Englands »mycket lätta penningpolitik«. Han pekar också på att bankens räntesänkning den 5 februari 1993 snart följdes av en kraftig försvagning av kronan, som inte upphörde förrän riksbanken hade försäkrat att någon stor räntesänkning inte var aktuell.

Åtminstone inom delar av finansdepartementet fanns det en annan uppfattning. Lundgren (1998) uppger att departementets ekonomiska avdelning redan på kvällen den 19 november förordade att Sverige borde följa det brittiska exemplet och lägga räntan nära den tyska nivån eller ännu lägre. Han vidgår att en alltför lätt penningpolitik skulle ha kunnat leda till en svagare valuta och därmed högre inflation. »Å andra sidan kunde naturligtvis också en alltför stram penningpolitik leda till en så kraftig nedgång i ekonomin att den enbart kan lösas upp genom svagare valutakurs och högre inflation. Såvitt jag kunde förstå var det sannolikt den senare förklaringen som höll uppe de långa räntorna.«

På samma sätt som när pundet lämnade ERM ett par månader tidigare hade riksbanken antagligen ett manöverutrymme när det gällde att välja den nivå på vilken räntan skulle läggas den 19 november. Frågan är vilken betydelse valet av nivå fick för den reala ekonomins fortsatta utveckling under krisåren. Sedan nivån väl var fastställd begränsades tempot i sänkningarna av hur ekonomin utvecklades och hur omvärlden reagerade på de steg som togs.

Ett anmärkningsvärt inslag under kronförsvaret var de långtgående råd som riksbankschefen ombads ge när det gällde finanspolitiken. Redan i samband med krisen i februari 1991 gav Dennis talmannen Thage G. Peterson

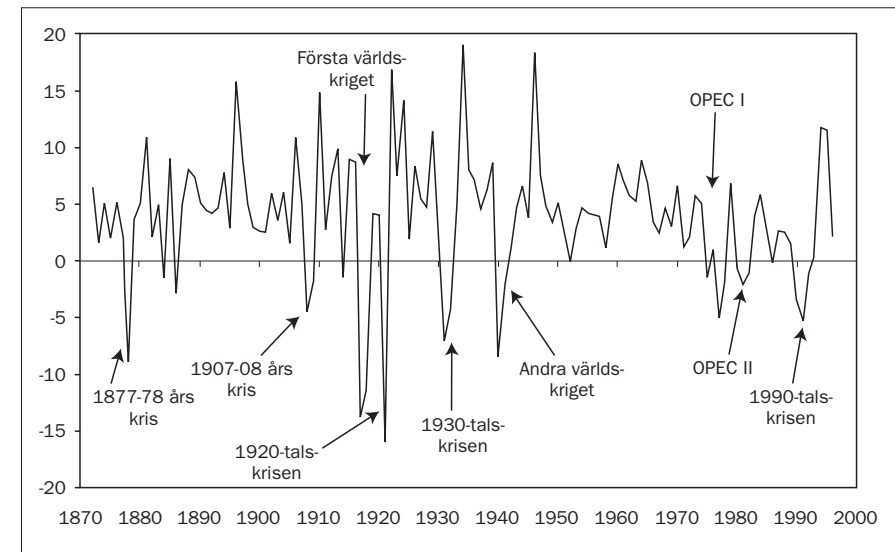
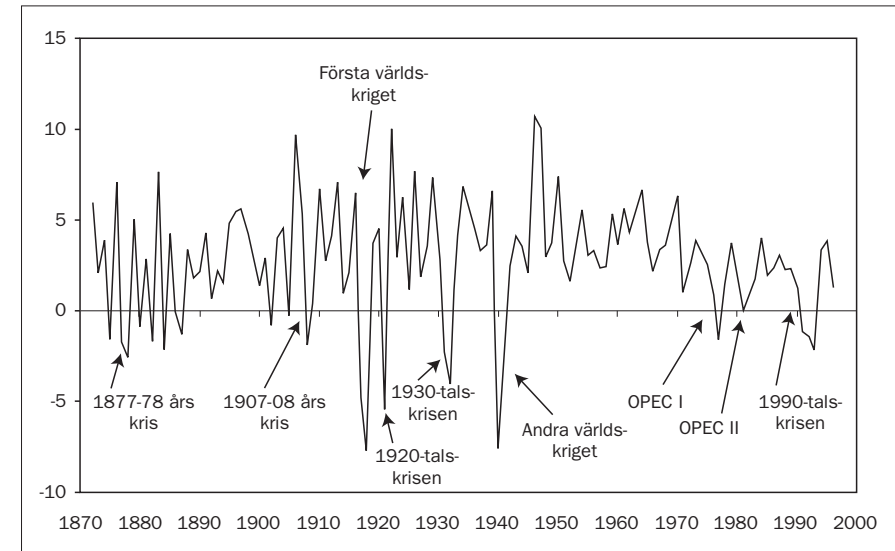
436 en promemoria med detaljerade synpunkter på »stoppaketets« innehåll. Han tog upp frågor som var i budgeten besparingarna skulle tas, vilka strukture reformer regeringen borde genomföra och hur kommunalskattestoppet skulle utformas. När det första krispaketet skulle utformas i september 1992 angav Dennis för partiledarna åtta krav som paketet borde tillgodose. I detta ingick ett siffersatt mål för den finanspolitiska åtstramningen. I samband med det andra krispaketet ifrågasatte han förslaget att sänka ATP-avgiften, »då den var en tillfällig lösning och inte i linje med en långsiktig politik för pensionssystemet«. Även fortsättningsvis diskuterade riksbankschefen paketens innehåll med finansministern.

Det finns inte dokumenterat att någon annan riksbankschef så ofta haft så detaljerade synpunkter på finanspolitiken. Lundgren (1998) ifrågasätter riksbankschefens betoning av budgetunderskottet, både under kronförsvaret – då Lundgren menar att det hämmade skattesänkningar som kunde ha ökat aktiviteten i ekonomin – och efteråt, när riksbanken enligt hans mening inte sänkte räntan i takt med att budgeten förstärktes.

I efterhand har en del bedömare försökt beräkna krisårens kostnader. Dennis (1998) anger statens direkta kostnader för kronförsvaret till 14 miljarder kr, 8 miljarder genom riksbanken och 6 miljarder genom riksgäldskontoret.

De samhällsekonomiska kostnaderna är svårare att uppskatta. Bankkrisen frestade på det finansiella systemet; många människor tappade fotfästet på arbetsmarknaden och kom aldrig tillbaka, med långvariga effekter på försörjningsbördan i socialförsäkringarna, och den höga realräntan blev mer än vad många mindre företag klarade av. En del av besparingarna bidrog antagligen till att trycka ned efterfrågan i ekonomin. Riksbanken försökte lindra några effekter genom att placera en del av valutaservan i bankerna och genom att ordna särskilda krediter för bostadsinstitutet, men sådana åtgärder har också sina komplikationer: vem ska få hjälp, vem ska lämnas att klara sig själv, och vad får det för följder?

Hagberg och Jonung (2005) jämför kriser i svensk ekonomi från 1878 och framåt. Deras slutsats är att bara 1930-talskrisen kostade mer i realinkomster. Sysselsättningskrisen var djupare och mer långvarig än under någon annan kris. Alexius och Holmlund (2008) visar att den penningpolitiska åtstramningen som mest – i slutet av 1994 – förklarade mer än hälften av arbetslösheten under krisåren, och att bortåt en tredjedel av effekterna bestod efter tio år.



Real BNP och industriproduktionen i Sverige 1872–1996, årlig procentuell förändring. Ur Thomas Hagberg och Lars Jonung, Ekonomisk debatt nr. 8/2005.

438 I ett längre perspektiv finns det andra följder att väga in. Kronförsvaret var ett uttryck för normpolitiken. Samtidigt kom dess misslyckande att bidra till en rad förändringar i normpolitikens riktning. Tilltron till den diskretionära politikens möjligheter – förmågan att i varje läge välja rätt medel, obunden av formaliserade regler – gav vika för en ny tonvikt vid institutionella frågor. Detta kom till uttryck i besluten om riksbankens ställning och inriktning, men också i beslutet om att lagfästa ramar för budgetprocessen. Krisåren banade väg för en nedväxling av inflationstakten, lönebildningens tillnyktring och en omläggning av det allmänna pensionssystemet. Den samlade värderingen återstår att göra.

INFLATIONSMÅLET

Liksom när Sverige hade lämnat guldmyntfoten 1931 uppkom frågan: vad ska vi sätta i stället? Svaret blev detsamma. När fullmäktige möttes dagen efter deklarerade Bengt Dennis:

Penningpolitiken styrs inte längre av det krav på balans i valutaflödena som följer av en fastkurspolitik. Vid flytande växelkurs måste Riksbanken uppmärksamma en rad indikatorer och målet fokuseras på prisstabilitet.

Likheten med 1931 gick längre än så. Det tog tid innan beslutsfattarna vände sig vid det nya. Under 1930-talet byggde centralbankerna upp sina guldreserver för en återgång till guldmyntfoten. Efter 1992 föreställde sig många att den flytande växelkursen skulle bli en kort episod, avlöst av någon ny koppling, och så småningom av EU:s gemensamma valuta.

Frågan var hur målet skulle definieras. Bundesbank hade sedan länge valt penningmängden som mål. Om penningmängden ökade, ökade risken för inflation. Det var också den inriktning som Milton Friedman inspirerade. Under 1980-talet höll många centralbanker noga reda på hur penningmängden utvecklades, och flera av dem sökte följa Bundesbanks exempel.

Problemet var att penningmängden inte är helt lätt att definiera och styra. Penningmängden var från början sedlar och mynt, men redan under 1800-talet blev de omedelbart uppsägbara avistaräkningarna i bankerna lika enkla att disponera för betalningar som pengar i handen. Under 1900-talet

tillkom allt fler instrument, i synnerhet sedan avregleringarna hade inletts. 439

Avregleringen gick olika långt i olika länder. Detta påverkade möjligheten att styra penningmängden, påpekar Eijffinger (2000). Av hänsyn till Citys roll som finansiellt centrum ställde det brittiska systemet inga krav på bankernas kassareserver. Det betydde att penningmängdens olika delar kunde variera mer än på andra håll. Bank of England och andra centralbanker gav upp försöken att styra penningmängden, medan Bundesbank fortsatte in i det sista.

Riksbanken följde penningmängden som indikator, men den var aldrig aktuell som mål för politiken. De närmaste veckorna efter att kursen hade börjat flyta förde riksbankens tjänstemän och andra ekonomer en diskussion, som mynnade ut i ett seminarium den 15 december 1992. Den centralbank som hade längst erfarenhet av ett inflationsmål var den på Nya Zeeland, men även andra erfarenheter påverkade arbetet inom riksbanken. Redan den 27 november hade Thomas Franzén talat inför en grupp finansanalytiker, pekat på Kanada och nämnt 2 procents årlig inflation som ett rimligt närmevärde för prisstabilitet. Det var ungefär den inflationsnivå som hade etablerats i EU-länderna.

Den 14 januari 1993 var fullmäktige redo att gå till beslut. Det hade föregåtts av några veckors diskussion. I synnerhet socialdemokraterna var tveksamma till att binda sig vid en bestämd procentsats (Dennis, 2003). Skulle räntan höjas om priserna ökade med 6 procent i stället för 5 procent under 1993?

Till slut stannade fullmäktige ändå för det förslag som riksbanksledningen hade lagt fram. Under 1993 och 1994 skulle penningpolitiken inriktas på att begränsa inflationsimpulserna. Sedan skulle ett mer bestående mål träda i kraft. »Riksbanken preciserar målet i penningpolitiken som att förändringen i konsumentprisindex från och med 1995 begränsas till 2 procent, med en tolerans om ± 1 procentenhet.«

Det var fullmäktige som fastställde formuleringen. Det dröjde till 1996 innan regeringen uttryckligen ställde sig bakom målet. Detta kan ha berott på den kritik som fanns inom regeringen och regeringskansliet mot riksbankens räntepolitik. Urban Bäckström, under ett par av krisåren statssekreterare i finansdepartementet och en av dem som ifrågasatte det höga ränteläget, påpekar dock att målet i praktiken var accepterat. Regeringspartierna hade majoritet i fullmäktige, och banken skulle rådgöra med regeringen i viktiga penningpolitiska frågor (Bäckström, 2003).

Inflationsmålet är inte alldeles enkelt att tillämpa. En av svårigheterna är att det tar tid innan ränteförändringar slår igenom i ekonomin. »Det tar normalt mellan ett och två år innan penningpolitiska beslut får full effekt«, påpekade riksbanken i årsredovisningen 1998. Det betyder att banken inte kan utgå från dagsläget när den sätter räntan, utan måste gissa hur ekonomin kommer att se ut ett år senare och ännu längre fram i tiden.

Men frågan är hur prisstegringarna ska beräknas. Efter hand precisades målet. I samma årsredovisning förklarade riksbankens direktion hur man tänkte tolka uppdraget:

Penningpolitiken inriktas normalt på att uppnå målet 2 procent på ett till två års sikt. Det finns två skäl att avvika från denna beslutsregel. För det första kan konsumentprisindex i det relevanta tidsperspektivet pressas upp eller ner av någon eller några faktorer som inte bedöms påverka inflationen varaktigt. Exempel på sådana faktorer är förändringar i räntekostnader, indirekta skatter och subventioner. För det andra kan en snabb återgång till målet när en större avvikelse har inträffat ibland vara förenad med stora realekonomiska kostnader. Om någon av dessa situationer föreligger kommer Riksbanken att i förväg klargöra hur stor avvikelse från inflationsmålet, definierat i termer av konsumentprisindex, som kan vara motiverad på ett till två års sikt.

Under åren med inflationsmålet har riksbanken strävat efter att öka omvärldens kunskap om och förståelse för bankens bedömningar. År 1993 började Bank of England publicera sin *Inflation Report*. Den 29 oktober 1993 gav riksbanken ut »Inflation och inflationsförväntningar i Sverige«. Den var ett första försök att ge en bild av inflationsutvecklingen framöver. Denna följdes av »Inflationsrapporter«, som från 1996 kom fyra gånger om året och innehöll en sammanhållen bild av konjunktur- och inflationsutvecklingen de närmaste två åren. Sedan 2007 kallas den penningpolitisk rapport. Den publiceras numera tre gånger om året och återger data och analyser till grund för bankens penningpolitiska beslut. Dessutom publiceras direktionens protokoll med ett par veckors fördröjning, så att allmänheten får en inblick i hur resonemangen har gått när de penningpolitiska besluten fattats.

Sedan grundlagsreformen i början av 1970-talet är det finansutskottet



Urban Bäckström (f. 1954) var statssekreterare i finansdepartementet under bankkrisen. Han utnämndes till riksbankschef 1993.

442 som följer riksbanken och penningpolitiken. I april 2005 beslöt utskottet att låta genomföra en oberoende utvärdering av penningpolitiken 1995–2005, de första tio åren med det nya inflationsmålet. Uppdraget gick till professorerna Francesco Giavazzi och Frederic Mishkin, som avlämnade sin rapport i slutet av november 2006 (Giavazzi och Mishkin, 2006).

Deras grundläggande slutsats var positiv:

Vår utvärdering av penningpolitiken i Sverige visar att Riksbanken står sig väl i jämförelse med de bästa centralbankerna i världen och att den penningpolitiska utvecklingen har förbättrats avsevärt efter införandet av en inflationsmålspolitik som drivs av en självständig centralbank.

Giavazzi och Mishkin konstaterade dock att inflationen under senare år »konsekvent underskridit Riksbankens inflationsmål, vilket har varit förknippat med produktionsbortfall och högre arbetslöshet«. De ansåg att det »finns utrymme för förbättringar när det gäller Riksbankens arbets-sätt«. De föreslog bland annat att banken skulle bli tydligare när det gällde att markera att tillgångspriser (fastigheter, aktier och valutan) inte är självständiga mål för penningpolitiken och att boendekostnaderna borde utlämnas ur inflationsberäkningen. Rent praktiskt ansåg de att banken borde börja publicera en bedömning av den framtida räntebanan, något som banken tog ad notam när den första penningpolitiska rapporten lades fram 2007.

Utvärderarna föreslog också att riksbanken skulle lätta på penningpolitiken om inflationen varaktigt hade understigit inflationsmålet och vice versa. I praktiken innebar detta att de förordade ett »prisnivåmål« i stället för ett inflationsmål. De menade att detta skulle vara lättare att förutse. Om inflationen hade legat lågt under ett par år skulle marknaden kunna räkna med lägre räntor, tills prisnivån hunnit i kapp sin tänkta bana. Giavazzi och Mishkin menade att detta skulle »bidra till att främja en stabil sysselsättning«.

Riksbankens direktion menade i sitt yttrande över rapporten att det fanns förklaringar till att inflationen hade blivit lägre än beräknat – i synnerhet den oväntat starka produktivitetsutvecklingen. Den noterade att det inte fanns någon samsyn inom forskningen när det gällde inflations- kontra prisnivåmål, men att riksbanken noga följde diskussionen.⁴⁶ I sitt remissvar

ställdes sig fullmäktige bakom direktionens yttrande.

443

Under 1980-talet lyckades det ena landet efter det andra bryta 1970-talets höga inflationstakt. Sverige hörde till de länder där brottet med inflationen dröjde längst. Detta bidrog till att 1990-talskrisen blev plågsammare än på de flesta andra håll.

BETALNINGSVÄSENDETS STABILITET

Riksbankens uppdrag är dels att upprätthålla ett fast penningvärde, dels att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Mellan de båda uppgifterna finns det ett starkt ömsesidigt beroende. Historiskt sett har finansskriser och penningpolitisk oro ofta utlöst eller förstärkt varandra. Svårigheten är att hitta en avvägning mellan reglering och ansvar. Regleringen ska skydda betalningsväsendet och samhället i stort mot finansiella kriser, men skydds-nätet får inte fresta instituten att ta risker på andras bekostnad.

För riksbanken kom 1990-talets bankkris som en överraskning. »Då Norge hade drabbats före oss lades mer möda på att diskutera varför detta inte kunde drabba Sverige, än på att förbereda hur vi skulle kunna hantera en liknande situation«, skriver Andersson (2008) i sin summering av bankens arbete med stabilitetsfrågorna. »Riksbanken, Finansinspektionen och Finansdepartementet saknade helt såväl en analys för att förstå vilka risker som byggdes upp som en beredskap att kunna hantera en kraftig störning i det finansiella systemet.«

Sedan dess har riksbanken byggt ut sin analys av betalningsväsendets stabilitet. Ansvaret delar banken med andra statliga organ, främst finansinspektionen. Riksbanken ansvarar för stabiliteten i det finansiella systemet, medan finansinspektionen utövar tillsyn över de enskilda finansiella instituten. Eftersom bankerna har en strategisk roll i betalningssystemet har riksbanken koncentrerat sig på att analysera »de största bankerna och de marknader och aktörer som är av betydelse för bankernas intjäning, finansiering och riskhantering«, förklarar Andersson. Det är riskbilden – »kreditrisk, likviditetsrisk och strategisk risk« – som står i förgrunden för analysen.

Riksbanken publicerar sin bedömning i den halvårsvis återkommande

⁴⁶ Frågan var uppe vid riksbankens seminarium om centralbankernas framtida utmaningar år 2000, men de inledare som berörde den var överlag skeptiska till ett prisnivåmål (Santomero m.fl., red., 2000).

444 stabilitetsrapporten, som hörde till de första i världen i sitt slag när den började ges ut 1997. Andra centralbanker var uttalat skeptiska när rapporten kom, enligt Andersson, av rädsla för att informationen skulle vålla mer oro än den stillade. I dag publicerar dock ett femtiotal länder regelbundna översikter av stabiliteten i det finansiella systemet. Den gängse bedömningen är att marknaden fungerar bättre när den kan bedöma omfattningen av potentiella problem.

Målet för bankens krishantering är att frågan om nödkrediter till ett utsatt institut ska kunna avgöras inom tre timmar. Därför måste riksbanken kunna samla in nödvändig information med kort varsel. Detta ställer krav på bankernas interna rutiner. I samband med marknadsoron 1998 begärde riksbanken in upplysningar om bankernas förfallande betalningar i utländsk valuta under den kommande arbetsveckan. För en av bankerna tog det drygt en vecka att få fram uppgifterna.

Det första dryga årtiondet efter bankkrisen på 1990-talet var betalningsväsendet någorlunda stabilt. Den oro som uppstod kring den amerikanska bolånemarknaden hösten 2007 och som globalt sett utvecklats till en mer omfattande störning än på 1900-talet illustrerar dock många av de risker som finns. De osäkra bostadslånen hade omvandlats till finansiella instrument som var så komplicerade att inte ens alla finansiella institut insåg vilka risker som var förenade med dem. De finansiella marknaderna är så sammanflätade med varandra att krisen i USA snart fick återverkningar i Europa, när europeiska fondförvaltare visade sig sitta med innehav av amerikanska obligationer som hade förlorat kraftigt i värde.

Sammanflätningen understryks av att allt fler finansiella koncerner är verksamma i flera olika länder. Nordea är en skandinavisk bank, Swedbank och SE-banken har etablerat sig i de baltiska länderna. Detta betyder att störningar på de finansiella marknaderna i något av länderna kan rubba stabiliteten i hela bankkoncernens verksamhet.

När riksbanken år 2000 ordnade ett internationellt forskarsymposium om centralbankernas utmaningar handlade huvuddelen av bidragen om olika aspekter på betalningsväsendets stabilitet (Santomero m.fl., red., 2000). En av de viktiga frågorna var hur ansvaret för stabiliteten ska hanteras inom den Europeiska unionen – om det ska ligga på en gemensam institution, om det i så fall ska vara inom ramen för det europeiska centralbankssystemet, eller om man ska nöja sig med att samordna de enskilda medlemsstaternas insatser (Vives, 2000). Riksbankschefen Stefan Ingves föreslog 2007 en europeisk

myndighet för tillsyn av de största gränsöverskridande bankerna i Europa. Samordnad övervakning, inte ökad protektionism, vore det klokaste sättet att möta den ökade finansiella integrationen, menade Ingves. 445

RIKSBANKENS SJÄLVSTÄNDIGHET

Historiskt sett har riksbanken varit ständernas bank. Före parlamentarismens genombrott låg det i detta en latent motsättning gentemot kunga- och regeringsmakten. Ibland dominerade samma kretsar banken och regeringen, för det mesta lirkade man samman kompromisser, men av och till gick det till öppen konflikt.

Parlamentarismen förändrade villkoren. Eftersom både regeringen och riksbanksfullmäktige skulle spegla riksdagens sammansättning kom så småningom samma politiska inriktning att prägla dem båda. Med efterkrigstidens stabila majoriteter förlorade riksbankens särställning mycket av sin praktiska betydelse. Under intryck av 1930-talets krispolitik och nya ekonomiska teorier blev riksbanken allt mer en filial till finansdepartementet, precis som på andra håll i världen.

Så länge Bretton Woodssystemet bestod begränsade de fasta växelkurserna handlingsutrymmet. Bara någon enstaka röst ifrågasatte underordningen. 1991 års riksbanksutredning (SOU 1993:20) påpekar att professor Erik Lindahl i mitten av 1950-talet förespråkade en mer självständig roll för riksbanken. Lindahl menade att bankens oberoende gentemot regeringen hade försvagats i och med guldmynntfoten, politiseringen av fullmäktige och trycket i inflationistisk riktning. Han ansåg att den konstitutionella grunden var tillräcklig, men att den borde kompletteras med nya regler för att utse fullmäktige, en starkare ställning för riksbankschefen och en målparagraf som betonade vikten att värna penningvärdet.

Utvecklingen tog först en helt annan riktning. I början av 1970-talet pekade den danske ekonomi- och budgetministern Per Hækkerup på den svenska riksbanken som ett föredöme, när han ville att »folketing og regering fuldt ud får indflydelse på de dispositioner, der træffes« (Mikkelsen, 1993). I och med att växelkurserna började flyta förändrades läget. När ankaret släppte måste varje stat fundera igenom sin penningpolitik. Då blev inriktningen och ansvaret viktiga frågor att ta ställning till.

Kritiken av den keynesianska politiken under 1980-talet ifrågasatte den nära sammankopplingen mellan penningpolitiken och den övriga ekono-

446 miska politiken. När regeringarna hade räntan i sin hand överväldigades de lätt av frestelsen att använda inflationen för att dopa sysselsättningen. Detta förutsåg det ekonomiska livets aktörer och de försökte föregripa de väntade prishöjningarna.

Några ekonomer observerade att inflationstakten låg lägre i de länder där centralbanken hade en mer självständig ställning. Bundesbank var det vanligaste exemplet, men även Federal Reserve System var förhållandevis oberoende. Denna oberoende ställning gjorde det möjligt för Paul Volcker att knäcka inflationsförväntningarna i skiftet mellan 1970- och 1980-talet.

Iakttagelsen omvandlades till hypotes och regel. I en inflytelserik artikel sökte Rogoff (1985) förklara »varför många länder låter centralbanken vara självständig och väljer dess styresmän bland det finansiella samfundets konservativa element«. Förespråkarna för ökad självständighet menade att om penningpolitiken ligger i händerna på en oberoende, försiktig centralbank med prisstabilitet som enda mål, ökar möjligheten att målet verkligen uppnås. Detta skapar i sin tur bättre förutsättningar för hela den ekonomiska utvecklingen genom att undanröja inflationens störande inverkan. Därför skulle den ekonomiska politiken vara bättre betjänt av en självständig än av en underordnad centralbank.

Synpunkten betraktades till en början inte som alldeles självklar. I november 1988 föreslog den dåvarande brittiske finansministern Nigel Lawson att Bank of England skulle få en mer självständig ställning. Premiärminister Thatcher var direkt avvisande: »Jag trodde inte, som Nigel hävdade, att det skulle öka trovärdigheten i kampen mot inflationen [...] I själva verket, som jag skrev, 'skulle det uppfattas som att finansministern abdikerat'.« Även bland nationalekonomerna fanns det avvikande röster. Posen (1993) påpekade att sambandet kunde vara det omvända, nämligen att det var länder med låg inflation som hade accepterat oberoende centralbanker.

Men »den konservative centralbankiren« blev snart penningpolitikens hjälte. Den nya uppfattningen slog igenom i Maastrichtfördraget. Som ett led i förberedelserna för den ekonomiska och monetära unionen förband sig länderna att ge sina centralbanker en självständig ställning. Bankerna skulle stå fria från politiskt inflytande, och staten fick inte låna i centralbanken. Omläggningen gick olika snabbt i olika länder. Banco de España blev självständig redan 1994, medan det tog längre tid i Frankrike. Banque de France fick mer handlingsutrymme 1993, men bara »inom ramen för re-

geringens allmänna ekonomiska politik«. Det var inte nog, utan Frankrike fick gå längre och införa ändringar som innebar att banken blev självständig i EU:s mening den 1 januari 1999. 447

I Sverige beslöt riksdagen 1987 om en ny riksbankslag, som trädde i kraft 1989. På ett par punkter innebar lagen att riksbankens oberoende ökade. Regeringens rätt att utse fullmäktiges ordförande, vilket hade varit en av de avgörande frågorna vid 1897 års reform, avskaffades nu. I stället skulle de sju ledamöter som riksdagen utsett välja ordförande inom sig. Desutom skulle de sju utse en åttonde ledamot, riksbankschefen, vars mandat förlängdes från tre till fem år. Att riksbanksfullmäktige själv skulle välja ordförande innebar i och för sig ingen försvagning av det politiska inflytandet som sådant, men den förlängda mandatperioden gav riksbankschefen en starkare ställning. Minnet av Krister Wickmans framtvungade sorti tio år tidigare levde kvar.

Den nya lagen angav inget mål för riksbankens penning- och valutapolitik, även om man i regeringsformen tillade att banken skulle verka inom detta område. I propositionen avstyrkte finansministern en mer precis mål-angivelse, i ordalag som fortfarande andades stor tilltro till den diskretionära politikens överlägsenhet:

Det bör självfallet ankomma på politiskt ansvariga organ och riksbanken att träffa de val och göra de avvägningar i dessa avseenden som är nödvändiga. Målen för den ekonomiska politiken liksom de medel som används för att uppnå dessa mål kan självfallet skifta över tiden. Något ekonomisk-politiskt mål bör därför inte ingå i ändamålsbestämningen. Inte heller framstår det som meningsfullt att allmänt ange att riksbanken genom sina åtgärder skall främja en gynnsam ekonomisk utveckling. Det måste anses vara självklart att riksbanken som statsinstitution skall ha en sådan inriktning av sin verksamhet.

I och med att Sverige bestämde sig för att söka medlemskap i EG var detta inte nog. När Maastrichtfördraget trädde i kraft skulle det gälla även riksbanken. 1991 års utredning urskilde kontrollen över penningpolitiken, verksamhetsmålet, utnämningmakten, ansvarsutkrävandet, reglerna för statens upplåning i riksbanken och bankens budget som de viktigaste aspekterna på självständigheten.

Utredningen lade sina förslag 1993, men det tog tid att nå en politisk samsyn. När Bengt Dennis avgick som riksbankschef 1994 kunde fullmäktige till en början inte enas om hans efterträdare. De socialdemokratiska ledamöterna frågade Nobelstiftelsens verkställande direktör Michael Sohlman om dennes intresse, men han drog sig tillbaka när fullmäktige inte kunde enas. Den borgerliga majoriteten utnämnde statssekreteraren i finansdepartementet Urban Bäckström, men de socialdemokratiska ledamöterna reserverade sig och förklarade i pressen att Bäckström var alltför »junior« och att andra kandidater var »överlägsna«. De försäkrade visserligen att de inte skulle försvåra samarbetet, men Bäckström (2003) konstaterar i efterhand att han tyckte att »denna reservation var utomordentligt trist«.

Först 1996 kom man fram till en fempartiuppgörelse om en ny riksbankslag. Eftersom överenskommelsen även berörde regeringsformen kunde den inte träda i kraft förrän en nyvald riksdag hade bekräftat besluten. Efter valet 1998 var socialdemokraterna hårt pressade och tvingades söka stöd hos vänsterpartiet och miljöpartiet, som inte hade deltagit i fempartiuppgörelsen. Socialdemokraterna gjorde emellertid klart att samarbetet inte innebar att riksbankens självständighet fick ifrågasättas (Persson, 2007). Den nya ordningen började gälla från den 1 januari 1999, medan förändringarna i regeringsformen trädde i kraft den 1 januari 2000.

I årsberättelsen för 1996 betonar fullmäktige nyansernas betydelse:

Riksbanken är rikets centralbank, en myndighet under riksdagen. De nya lagarna ändrar inte detta förhållande. Det är därför missvisande att tala om en »oberoende« Riksbank. Men Riksbanken får ökad självständighet och ett lagstadgat ansvar för prisstabiliteten.

Riksbanken leds av en direktion med sex medlemmar, som utses av riksbanksfullmäktige. Detta är i dag fullmäktiges mest centrala uppgift. Utnämningen av direktionens medlemmar förmedlar det demokratiska mandatet från riksdagen. De senaste direktionsmedlemmarna har utnämnts i enighet, men när Kristina Persson utsågs till vice riksbankschef 2001 reserverade sig de fyra borgerliga ledamöterna i fullmäktige.

Fullmäktige utser ordföranden i direktionen, som samtidigt är riksbankschef, och minst en vice ordförande, som samtidigt är vice riksbankschef. De övriga medlemmarna är vice riksbankschefer. Fullmäktige beslutar i vilken ordning de ska tjänstgöra i riksbankschefens ställe. Direktionens



Gunnar Sträng förhandlade med Ingegerd Troedsson (f. 1929) om 500-kronorssedelns utseende. Mått.: 82×150 mm.

450 ledamöter får inte ha uppdrag eller anställningar som gör dem olämpliga. Detta gäller också under ett år efter att de lämnat direktionen. De får inte ta emot instruktioner när de fullgör sina penningpolitiska uppgifter.

Riksdagen utövar i första hand sitt inflytande genom riksbanksfullmäktige, som följer bankens arbete, utser nya medlemmar i direktionen och lämnar förslag till riksdagen om hur bankens vinst ska disponeras. Det ansvariga utskottet inom riksdagen är finansutskottet. Minst två gånger om året ska riksbanken lämna utskottet en skriftlig redogörelse för hur penningpolitiken har bedrivits.

Frågan är vilken tyngd fullmäktige har. Ibland skämmas det om att fullmäktiges viktigaste uppgift är att fastställa sedlarnas utseende. Under Strängs tid skulle fullmäktige ta ställning till 500-kronorssedeln. De borgerliga ledamöterna ville ha någon kung, men Sträng vägrade. Till slut hänsköts frågan till förhandlingar mellan ordföranden och den moderata ledamoten, tidigare statsrådet Ingegerd Troedsson.⁴⁷ Så småningom kom man fram till en kompromiss: ordföranden var beredd att gå med på Karl XI, »rikshushållaren«. Så blev det – men vad fullmäktige hade glömt var att Karl XI:s trupper under skånska kriget på 1670-talet bränt ned hela Örkeneds socken och slagit ihjäl allt manfolk mellan 15 och 60 år. Örkeneds nutida invånare protesterade, men i Stockholmstidningarna publicerades protesten mot sedeln som en lustifikation.

Men Dennis (1998) gör en annan bedömning av fullmäktiges makt. Under kronförsvaret försköts balansen allt mer till fullmäktiges fördel. »Fullmäktige fick som alltid förslag till policybeslut, föredragna av mig eller någon annan tjänsteman i banken, men alla var mer än tidigare medvetna om att fullmäktige verkligen hade sista ordet.«

Den nya riksbankslagen innebär en förändring i detta avseende. Direktionen har i dag ansvaret för att utforma penningpolitiken. Fullmäktiges ordförande och vice ordförande deltar visserligen i sammanträdena, följer överläggningarna och har möjlighet att ställa frågor, men saknar såväl förslags- som rösträtt. Detta hindrar dock inte att fullmäktige vid en ny kris skulle kunna spela en roll för att ge besluten legitimitet och tyngd.

Enligt Maastrichtfördraget skulle staterna i fortsättningen inte åtnjuta någon förmånsbehandling av de finansiella institutionerna. Den nya riks-

47 Den första kvinnan i fullmäktige var folkpartiets Cecilia Nettelbrandt, som blev ordinarie ledamot 1973 efter att ha varit suppleant sedan 1971.

451 bankslagen tillåter inlåning från staten, men banken får inte bevilja kredit till eller förvärva skuldförbindelse (värdepapper) från staten. Förändringarna markerar att staten inte ska kunna använda banken för en förmånligare upplåning än andra. Regleringstidens system med prioriterade statsobligationer skulle således inte ha varit tillåtet enligt de nya reglerna.⁴⁸

Riksbankslagen anger utgångspunkten för bankens verksamhet:

Målet för Riksbankens verksamhet skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken skall också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.

I förarbetena till riksbankslagen görs det klart att riksbanken i den mån utrymme finns ska sträva efter att uppnå också de övriga mål som riksdagen har lagt fast för den ekonomiska politiken. Att en sådan paragraf inte finns med i själva texten kan bero på att den uppfattades som problematisk i förhållande till EU:s regelverk. Riksbanken har dock själv klargjort att man förutom att lägga fast ett mål för inflationen också tar andra hänsyn. Följderna för det realekonomiska läget väger tungt.⁴⁹

På en viktig punkt begränsar fempartiuppgörelsen riksbankens uppgifter. »Riksbanken är rikets centralbank med ansvar för valuta- och kreditpolitik«, hette det i 1974 års regeringsform. Detta innebar att det var riksbanken som beslutade om vilken växelkursregim som skulle gälla, även om den skulle samråda med regeringen före beslutet. Riksbanksutredningen menade att riksbanken borde behålla detta ansvar, men fempartiuppgörelsen innebar att »[r]egeringen har ansvaret för övergripande valutapolitiska frågor«, medan »[r]iksbanken har ansvaret för penningpolitiken«. Två lagområden skulle annars ha hamnat i konflikt med varandra, eftersom regeringen sluter avtal med främmande makt.

DEN EUROPEISKA VALUTAUNIONEN

Tanken på en monetär union i Europa hade väckts redan i samband med Marshallplanen. Den togs upp i samband med Romfördraget 1957 och levde

48 Regeringens grepp om statsskuldspolitiken har dock stärkts, sedan riksgäldskontoret år 1989 gick från att vara ett riksdagens verk till att ligga under regeringen, inom finansdepartementets område.

49 Lars Heikensten, personligt meddelande 26.2.2008.

452 vidare inom EEC. Vid toppmötet i Haag i december 1969 gav ministerrådet klartecken för en expertkommitté under ledning av Luxemburgs premiärminister Pierre Werner. Wernerplanen lades fram i oktober 1970. Det Europeiska rådet, gemenskapens högsta organ, förklarade i mars 1971 att målet var att genomföra en ekonomisk och monetär union de närmaste tio åren. Toppmötet i Paris i oktober 1972 bekräftade målet, men när oron kring Bretton Woods bröt ut hamnade förslaget i bakvatten och ledde aldrig vidare.

I mitten av 1980-talet vaknade intresset på nytt, sedan beslutet om den inre marknaden hade fattats. Projektet fick ökad politisk tyngd under turbulensen i samband med den tyska återföreningen. När Tyskland fick problem höjde Bundesbank räntan och alla andra ERM-stater tvingades följa efter. Om valutorna förenades och en gemensam centralbank satte räntan, skulle andra länders inflytande över ränteläget öka. Tyskland å sin sida bävade för den »uttuning« av D-marken som en union med andra valutor skulle betyda. Som villkor för att gå med krävde den tyska regeringen att medlemmarna slöt en stabilitetspakt för att öka disciplinen.

Många ekonomer var djupt skeptiska. Den amerikanske ekonomen Robert Mundell (1961) tog upp frågan om »optimala valutaområden«. Hur skulle ett område vara beskaffat för att ha en gemensam valuta? Med den frågan som utgångspunkt betvivlade många att en europeisk valutaunion skulle kunna förverkligas. Olikskheterna i produktivitet, lönenivåer och inflationstakt var så stora att unionen skulle bli svår att hålla samman. De utjämnande krafterna inom unionen var svaga; det fanns inget gemensamt organ som förfogade över något styrmedel med samma kraft som en nationell finanspolitik.

Men den politiska viljan var stark. Beslutet om att införa en valutaunion fattades av EG:s medlemsstater i och med Maastrichtfördraget 1992. Trots den följande valutaoron kom förberedelserna igång. Medlemsstaterna beslöt att inrätta Europeiska Centralbanken (ECB) som skulle få självständigt ansvar för den gemensamma penningpolitiken (valutan och räntan).

Syftet med valutaunionen var att stärka förutsättningarna för ekonomisk tillväxt samtidigt som den skulle öka den politiska samhörigheten mellan unionens medlemmar. En gemensam valuta sågs som ytterligare ett steg mot att omvandla den europeiska unionen till en gemensam marknad, utan några gränshinder länderna emellan. Därmed skulle handeln underlättas, samtidigt som möjligheterna till valutaspekulation skulle minska.

453 Skepsisen gav inte vika. Längre ansågs det inte självklart att alla EU-medlemmar skulle kunna ingå i unionen. Så sent som ett par år före de definitiva besluten om övergången kunde ledande tyska ämbetsmän formulera det som en paradox. En europeisk valutaunion utan alla EU:s grundarländer är politiskt omöjlig – men en valutaunion med Italien vore ekonomiskt alltför vansklig, därför att skillnaderna inom en sådan union skulle bli alltför stora. Tvivlarna befarade att unionen skulle fresta enskilda medlemsstater att driva en lättsinnig finanspolitik i den gemensamma valutans hägn.

För att dämpa farhågorna beslöt EU:s toppmöte i Amsterdam 1997 att ingå en stabilitets- och tillväxtpakt. På tyskt initiativ fastställde medlemsstaterna ett antal konvergenzkriterier. Dessa skulle möjliggöra en union, men även tillämpas på medlemsländer som hade behållit sina egna valutor. Kriterierna gällde inflationen, som inte fick ligga mer än två procentenheter över genomsnittet i de länder som hade lägst inflation; statsskulden, som inte fick motsvara mer än 60 procent av bruttonationalprodukten; och underskotten i de offentliga finanserna, som inte fick överstiga mer än motsvarande tre procent av bruttonationalprodukten. Den eurostat som inte uppfyllde kriterierna skulle kunna bötfällas.

Frågan om Sveriges deltagande i valutaunionen ställdes redan i samband med beslutet om svenskt EU-medlemskap. Den ekonomiska och monetära unionen var indelad i tre etapper. De två första etapperna innebar ett inledande närmande, som även Sverige deltog i, men i samband med medlemskapsförhandlingarna förklarade Sverige att beslutet om den tredje etappen, med införandet av euron, ytterst skulle fattas av den svenska riksdagen. Riksdagen beslöt 1997 att Sverige skulle avvakta och inte gå med i valutaunionen från dess början 1999 men behålla handlingsberedskap för ett eventuellt senare inträde. I december 2002 beslöt riksdagen att hålla en rådgivande folkomröstning den 14 september 2003.

Den tredje etappen inleddes 1999, då euron infördes. Den 1 januari 2002 infördes gemensamma sedlar och mynt i euroländerna. Dessa länder har nu en gemensam penningpolitik inom ramen för eurosystelet, med ECB som gemensam centralbank.

Riksbanksfullmäktige hade 1994 och 1997 förordat att Sverige skulle delta i valutaunionen när den upprättades, men inför folkomröstningen beslöt direktionen att riksbanken som sådan skulle förhålla sig neutral och koncentrera sig på att sprida information. Däremot kunde enskilda direktionsmedlemmar uttrycka sin uppfattning. Lars Heikensten, som hade

454 efterträtt Urban Bäckström som riksbankschef 2003, förklarade att han för sin del var positiv till den gemensamma valutan.

Före omröstningen var riksbanken starkt engagerad i de praktiska ECB-förberedelserna. Under andra hälften av 1990-talet deltog riksbankens ledning i uppbyggnaden av den nya institutionen. Många riksbankstjänstemän medverkade i det fyrtiotal olika arbetsgrupper som stod för den gemensamma centralbankens utformning.

Om de svenska väljarna hade sagt ja, ville regeringen att omställningen skulle ske i ett slag den 1 januari 2006, då euron skulle införas både elektroniskt och som sedlar och mynt. För att hinna med omställningen på de dryga två åren efter omröstningen var riksbanken tvungen att inleda förberedelserna redan innan man visste vad svaret skulle bli. Om Sverige hade infört euron skulle riksbankens egna funktioner ha förändrats. Banken skulle ha ingått i det europeiska centralbankssystemet och mist mycket av sina självständiga uppgifter till den europeiska centralbanken i Frankfurt.

I debatten inför folkomröstningen väjde frågan om sysselsättningen tungt. Hur skulle den ekonomiska politiken kunna parera akuta arbetslöshetskriser, om den inte längre hade tillgång till växelkursen och räntan? Förrespråkarna för ett medlemskap hänvisade till finanspolitiken och till att Sverige på det stora hela taget följde euroområdet konjunktursvängningar. Argumenten om ökad tillväxt, ökad handel och det politiska närmandet framfördes också.

Valdeltagandet i folkomröstningen var högt, 82,6 procent. 55,9 procent röstade nej, 42,0 procent ja, 2,1 procent av rösterna var blanka och 0,1 procent ogiltiga. Sverige förblir medlem i EMU men deltar inte i dess tredje steg. Som en följd av EU-medlemskapet ingår riksbanken i det europeiska centralbankssystemet och den svenske riksbankschefen deltar i det allmänna rådets möten, som behandlar frågor av gemensamt intresse för alla medlemsländer. Sverige utarbetar ett konvergensprogram varje år, men kan inte bötfällas om kriterierna inte uppfylls. Samarbetet med ECB spelar fortfarande en viktig roll, inte minst när det gäller regelverket för den finansiella sektorn, men kontakterna är inte längre lika intensiva som under förberedelserna.

FÖRDJUPNING OCH EFFEKTIVITET

Avregleringen fick långtgående följder för riksbankens verksamhet. Många tjänstemän som hade arbetat med valutaregleringen och de inhemska



Lars Heikensten (f. 1950) utsågs till riksbankschef 2002, efter att ha varit vice riksbankschef med ansvar för penningpolitik sedan 1995.

456 regleringarna fick byta arbetsuppgifter eller lämna banken. Umgången med den finansiella sektorn förändrades, från direkta interventioner och hårdhänt övertalning till en mer marknadsmässig styrning. Kontakterna med de större bankernas ledningar fortsatte, men tonen blev en annan än under regleringstiden.

Den administrativa utvecklingen hade länge släpat efter. Först på 1970-talet började man modernisera riksbankens organisation. Behovet av förändringar fick ökad tyngd i och med informationsteknikens genombrott, samtidigt som utvecklingen mot större självständighet förde med sig frågor om vad riksbanken borde koncentrera sig på.

Koncentrationen på huvuduppgifterna innebar att banken började skala bort verksamhet och personal. Till det mest arbets- och personalkrävande hörde uppgiften att förse bankväsendet med betalningsmedel. Detta hade efter hand utvecklats till avdelningskontorens viktigaste roll. När banken började rationalisera sedelhanteringen kunde man avveckla fler och fler kontor. I dag är alla avdelningskontor nedlagda. Riksbanken har fortfarande ansvaret för »landets försörjning med sedlar och mynt«. Banken har två kontor för kontanthantering, i Tumba och Mölndal, men det praktiska handhavandet ligger numera till största delen på banker och privata entreprenörer.

År 1986 överfördes myntverket till riksbanken och lades samman med Tumba bruk. Därmed fick riksbanken hela ansvaret för försörjningen och tillverkningen av sedlar och mynt. Sedeltryckeriet hade länge brottats med vikande lönsamhet. Det blev svårare att följa med den tekniska utvecklingen, inte minst när det gällde säkerhetsdetaljer på sedlar. Riksbanken började överväga nedläggning eller fortsatt drift i annan regi. År 2002 inledde banken en försäljning av bruket till den ledande tillverkaren av dollarsedlar, den amerikanska firman Crane & Co. Två år senare, i slutet av 2004, kunde affären med Crane slutföras. Därmed lämnade banken över ett mer än tusenårigt kungligt regale, präglingen av rikets mynt, även om rätten att utge sedlar och mynt fortfarande ligger hos riksbanken. Banken har lagt ut verkställigheten på entreprenad, och från 2008 präglas de svenska mynten i Finland.

Samtidigt som försörjningen med betalningsmedel fördes över till ett särskilt dotterbolag avvecklades också riksbankens befattning med riksgäldskontorets premieobligationer. Därmed stängdes riksbankens kassor vid Brunkebergstorg för allmänheten.



Stefan Ingves (f. 1953) var generaldirektör för bankstödsnämnden under 1990-talets kris. Han utsågs till riksbankschef 2005.

458 Rationaliseringarna kulminerade 2003–2005, då antalet anställda i riksbanken och dess bolag minskade från ungefär 1 300 till drygt 400. I dag är riksbanken en av de minsta centralbankerna i världen i förhållande till omfattningen av dess ansvar och landets storlek. År 2007 hade banken 390 anställda. De sysslar med att analysera och följa utvecklingen inom penningpolitiken och betalningsväsendet, de förvaltar riksbankens tillgångar (inbegripet valutareserven), de ansvarar för landets försörjning med sedlar och mynt och de hanterar RIX-systemet, riksbankens system för clearing av betalningar, som är knutpunkten i det svenska betalningssystemet.

Sedan mitten av 1990-talet har riksbanken systematiskt rekryterat allt fler tjänstemän med forskarbakgrund. Också i riksbankens ledning är inslaget av högre akademisk kompetens numera starkt. Banken har byggt upp en forskningsavdelning men även förstärkt analyskapaciteten på andra områden. De analyser som görs inom banken publiceras i långt större utsträckning än tidigare, inte minst i bankens tidskrift *Penning- och valutapolitik*. Detta innebär att riksbankens bedömningar inom olika områden blir tillgängliga för granskning och kritik på ett sätt som tidigare inte var fallet.

I och med att den nya riksbankslagen 1999 trädde i kraft valdes en direktion med sex ledamöter. Till de valda hörde Eva Srejber och Kerstin Hessius, de första kvinnorna i riksbankens ledning. Eva Srejber utnämndes 2002 till förste vice riksbankschef, samtidigt som Lars Heikensten efterträdde Urban Bäckström som riksbankschef. När Srejber avgick 2007 efterträdde hon av Irma Rosenberg, som hade invalts i direktionen 2003.

EFTER 1990-TALSKRISEN

Från mitten av 1990-talet var utvecklingen på världens finansiella marknader länge förhållandevis lugn, även om några kraftiga störningar förekom. Under 2007–2008 har emellertid världsekonomin utsatts för mycket stora påfrestningar.

I början av juli 1997 förlorade den thailändska valutan baht en fjärdedel av sitt värde mot dollarn. Sedan spred sig krisen till Hongkong, Malaysia och Filippinerna. Året därpå råkade en av de stora hedgefonderna på den amerikanska marknaden (Long-Term Capital Management) illa ut. Samma år genomförde Ryssland en kraftig devalvering. År 2000–2001 brast IT-bubblan och aktiemarknaderna föll över hela världen, men det finansiella systemet klarade påfrestningen förhållandevis väl. Den interna-

tionella inflationen förblev länge låg, trots god tillväxt under lång tid på många håll. 459

I samband med terrorattackerna mot World Trade Center och Pentagon den 11 september 2001 ingrep riksbanken liksom andra centralbanker för att säkra tillgången på likviditet i det finansiella systemet. Federal Reserve slöt ett avtal med Europeiska Centralbanken om att ställa dollar till förfogande för banker i euroområdet. Riksbankens direktion beslöt att tillhandahålla upp till en miljard dollar åt de svenska bankerna. Efter hand normaliserades läget på den amerikanska dagslånemarknaden och de svenska bankerna behövde inte utnyttja möjligheten att låna dollar av riksbanken.

Riksbanken analyserade attackernas tänkbara effekt på den svenska ekonomiska utvecklingen och inflationsutsikterna. Knappt en vecka efter WTC-attentatet – måndagen den 17 september – sänkte riksbanken och en rad andra centralbanker sina styrräntor. Direktionen befarade att företagets och hushållens framtidstro skulle komma att försämrats med en djupare och mer långvarig nedgång som följd, vilket skulle tala för att inflationen på två års sikt kunde hamna under målet 2 procent. På så vis blev attackerna den 11 september ett exempel på att kriser berör både ansvaret för betalningssystemets funktion och det penningpolitiska ansvaret.

Den stabila perioden var påtaglig även för svensk del. Eklund (2007) noterade att Sverige inte hade berörts på samma sätt som tidigare av det gångna årtiondets finansiella kriser:

Placerarna hade sett Sverige som osäkert och därför hade Sverige »smittats« av valutaflöden. Denna gång stod emellertid Sverige emot den internationella smittan. De svenska räntorna fortsatte att ligga lågt. Låg inflation och en budget i balans gav trovärdighet på de internationella marknaderna [...]

Valutan är visserligen fortfarande volatil – som brukligt är vid rörlig växelkurs – men försvagningar tycks ge mindre inflationsimpulser via importpriserna än tidigare. Ett skäl är att Riksbankens inflationsmål tack vare bankens ökade självständighet har blivit trovärdigt. Företagen håller därför tillbaka kostnaderna även då importen blir dyrare. Blotta faktum att de långsiktiga inflationsförväntningarna stabiliseras gör med andra ord att prisimpulser från rörlig växelkurs slår igenom mindre än tidigare.

460 Övergången till flytande växelkurs innebar en dramatisk förändring av den svenska penningpolitikens perspektiv. Åtminstone sedan 1930-talet hade omsorgen om konkurrenskraften dominerat perspektivet, med växelkursen som det mest kraftfulla medlet. Staten åtog sig att reglera de svenska prisförhållandena gentemot omvärlden. Lönebildningen utformades med den fasta växelkursen som utgångspunkt. Att exportindustrin skulle vara löneledande blev självklart just därför att kronans kurs var låst.

Med flytande växelkurs hamnade i stället de inhemska priserna i fokus, med räntan som central regulator. Kopplingen till växelkursen finns kvar – svag ekonomi sänker räntan, sänkt ränta pressar ned växelkursen och stärker konkurrenskraften – men den är indirekt, svagare och utsatt för motverkande krafter. Staten har i stort sett abdikerat från sin möjlighet att mer omedelbart påverka konkurrenskraften, och växelkursen har tidvis hamnat långt ut i den politiska debattens periferi.

Även lönebildningens förutsättningar förändras. Den konkurrensutsatta sektorns löneledande roll är inte längre lika självklar. Om exportindustrin drabbas av kraftiga löneökningar skulle de kunna neutraliseras genom den flytande växelkursen. Detta kan i sin tur indirekt påverka inflationstakten, genom att deprecieringen leder till stigande importpriser, men sektorns direkta betydelse för penningpolitiken är inte lika stor som när växelkursen var fast. I stället kan lönestegringar på hemmamarknaden innebära större problem, om de kommer i konflikt med inflationsmålet och tvingar fram en penningpolitisk åtstramning.

Stabiliseringen av finanspolitiken var den kanske viktigaste förutsättningen för det ökade förtroendet för kronan, men även lönekostnaderna utvecklades i bättre takt med omvärlden. Inriktningen på en mer decentraliserad och individualiserad lönebildning bidrog till detta, men riksbanken hade också en roll. Inför avtalsrörelsen 1998 gjorde riksbanken en tydlig markering. »Vi höjde [räntan] hösten 1997, vilket var klart motiverat av våra dåvarande inflationsbedömningar«, förklarar dåvarande vice riksbankschefen Lars Heikensten. »Valet av den exakta tidpunkten var i varje fall för min del påverkat något av avtalsrörelsen, vilket jag tror att jag sagt i andra sammanhang publikt. Vi ägnade också en hel del pedagogiska mödor åt det hela.«⁵⁰ De kommande åren var arbetsmarknadens parter väl medvetna om att inflationsdrivande löneökningar skulle mötas med räntehöjningar. Detta

bidrog till att dämpa kraven, samtidigt som inflationsutvecklingen innebar att reallönerna steg mer än på mycket länge. 461

Långa perioder av ekonomiskt och finansiellt lugn har tidigare avlösts av svåra kriser. Bill White, BIS chefsekonom, som tidigare var vice centralbankschef i Kanada och behjälplig vid utformningen av det svenska inflationsmålet, varnade redan 2006 för att den låga inflationstakten påminde om årtiondena före första världskriget. Även då pressade teknologisk utveckling, kapitalflöden och frihandel prisnivån, samtidigt som tillväxten tidvis var stark och tillgångsvärdena ökade. White menar att centralbankerna i högre grad måste överväga de långsiktiga utvecklingstendenserna, inbegripet risken för finansiella obalanser när en låg ränta medverkar till att tillgångsvärdena stiger (White, 2006). Förste vice riksbankschefen Eva Srejber tog upp liknande perspektiv i ett anförande den 28 juni 2006:

Problemet för oss som ansvarar för penningpolitiken är att inflationen – mätt med konsumentpriser – ofta förblir relativt opåverkad under sådana perioder. Att i förväg skilja bubblor från ekonomiskt motiverade fluktuationer är svårt, vilket bland annat beror på att vi har bristande erfarenhet av kredit- och tillgångspriscykler på avreglerade finansiella marknader. I många av de länder som drabbades av depression och bankkris under 1930-talet hade nedgången föregåtts av kraftigt stigande tillgångspriser och en stark kreditexpansion utan att inflationen hade stigit nämnvärt. En liknande utveckling har vi sett i Japan i slutet av 1980-talet. Även under senare delen av 1990-talet har vi sett exempel på kriser som föregåtts av liknande förlopp i t.ex. Thailand och andra delar av Asien.

50 Lars Heikensten, personligt meddelande 25.9.2007.