

Jakten på den stabila stabiliseringspolitiken

LARS JONUNG

är professor emeritus och verksam vid Knut Wicksells centrum för finansvetenskap, Ekonomihögskolan vid Lunds universitet. Han forskar om bl a stabiliseringspolitik och doktrinhistoria.

Lars.Jonung@nek.lu.se

Stabiliseringspolitiken i Sverige befinner sig i ständig förändring, påverkad av ekonomiska kriser, det politiska spelet, internationella impulser och teorin för den ekonomiska politiken. Nationalekonomerna har varit starkt involverade i förloppet. Dagens ramverk för penning- och finanspolitiken med självständig riksbank, inflationsmål och regelstyrd finanspolitik är inte någon slutstation. Framtida kriser kommer att bidra till ändrade mål, medel och institutionella ramar. Den snabba expansionen av det finansiella systemet med hög skulduppbyggnad och snabb tillgångsinflation framstår i ett historiskt perspektiv som en möjlig källa till nästa kris. Efter denna följer ett nytt steg i jakten på en bättre stabiliseringspolitik.

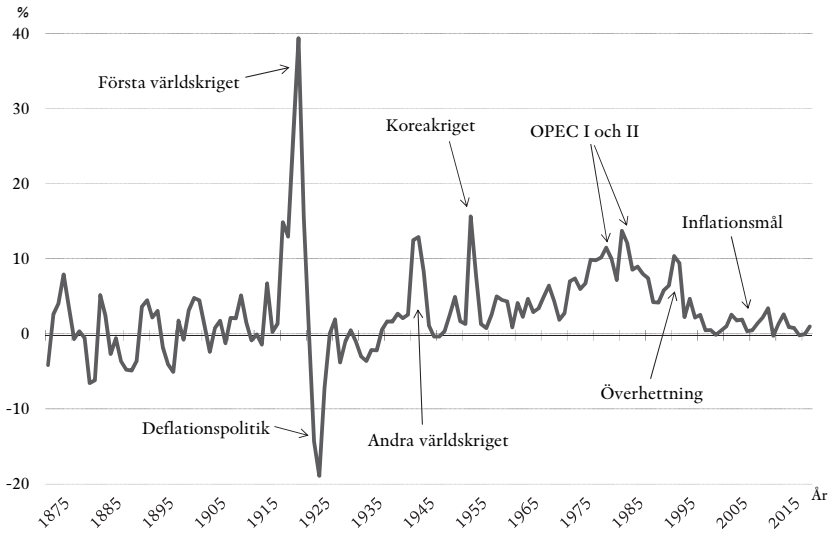
Under de senaste hundra åren har målen, medlen och den institutionella ramen för svensk stabiliseringspolitik, dvs för penning- och finanspolitiken, genomgått dramatiska förändringar. Den stabiliseringspolitiska regim som nu råder växte fram som en reaktion på 1970- och 1980-talets höga inflation och stora budgetunderskott samt den djupa ekonomiska krisen i början av 1990-talet.

Dagens stabiliseringspolitiska ramverk låter sig bäst beskrivas som regelbaserat med en klar separation av makten över penning- respektive finanspolitiken. Riksbanken har en självständig ställning gentemot regeringen. Finanspolitikens handlingsutrymme begränsas av budgettekniska regler. Målet för penningpolitiken är prisstabilitet. Kronan har en rörlig växelkurs. Den svenska finansmarknaden är integrerad med den internationella.

Detta är en radikal scenförändring jämfört med den ordning som gällde för ett halvsekel sedan. Då låg den stabiliseringspolitiska makten hos en beslutsfattare, nämligen regeringen, vilket i praktiken betydde finansdepartementet. Riksbanken var närmast ett avdelningskontor till finansdepartementet. Budgetpolitiken var inte bunden av något ramverk. Kronans växelkurs var fast. Valutaregleringen isolerade den svenska kreditmarknaden från internationella impulser.

Går vi ännu längre tillbaka i tiden möter vi en institutionell ram som har likheter med dagens. Stabiliseringspolitiken var då regelstyrd. Makten över penning- och finanspolitiken var delad. Riksbankens uppgift var att värna om kronans koppling till guld. Den svenska finansmarknaden var sammanlänkad med den internationella. Finanspolitiken var bunden av en tradition som förutsatte årlig budgetbalans.

Fredrik N G Andersson, Claes Bäckman, Urban Bäckström, Benny Carlson, Klas Fregert, Per Frennberg, Oskar Grevesmühl, Thomas Hagberg, Lars Hörngren, Ingvar Mattson, Joakim Sonnegård, Eskil Wadensjö och Lars Werin har gett mig konstruktiva kommentarer.



Figur 1
Inflationstakten i
Sverige 1871–2016

Källa: SCB (2017a).

Vilka krafter har skapat dessa svängningar? Kommer pendeln att slå tillbaka i framtiden? Denna uppsats söker svar på dessa frågor. Först beskrivs hur stabiliseringspolitiken har utvecklats i det långa perspektivet. Detta historiska panorama fungerar som bakgrund för en diskussion om framtiden för det existerande ramverket.

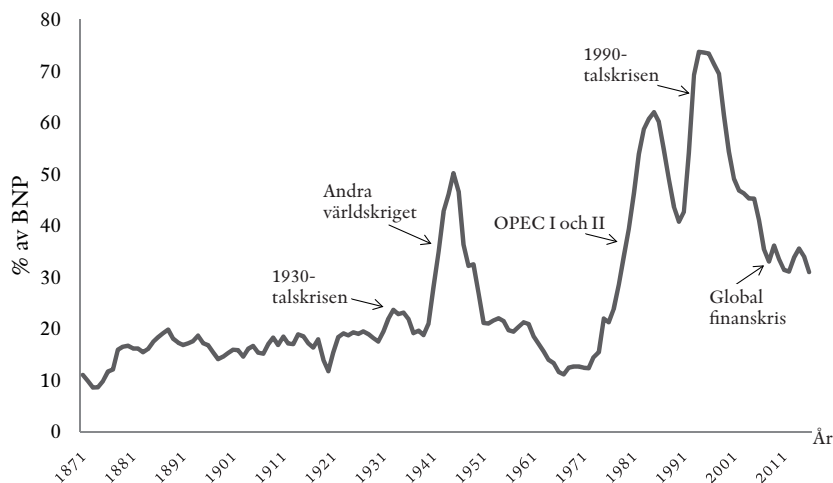
1. 1873–1931 – fast guldkurs som mål

I början av 1870-talet införde de tre skandinaviska länderna en gemensam valuta, den skandinaviska kronan, knuten till guld. Den nya guldmynstfoten var en anpassning till det internationella valutasystemet. Guldkopplingen utgjorde det skandinaviska ankaret för penningpolitiken. Penningpolitikens främsta mål blev att hålla en fast växelkurs för kronan. Utfallet blev en långsiktigt stabil prinsnivå med cykliska svängningar i inflationen kring nollnivån fram till första världskriget (figur 1).

Någon ”aktiv” konjunkturpolitik bedrevs inte. Principen för den statliga budgeten var årlig budgetbalansering, men i praktiken bestämdes budgetutfallet främst av konjunkturen. Statsskulden i relation till BNP låg stabilt kring 20 procent (figur 2). Den statliga upplåningen användes huvudsakligen för infrastrukturinvesteringar.

Den förste ekonom som ifrågasatte guldmynstfoten var Knut Wicksell. Han pläderade för att en stabil prinsnivå borde vara målet för penningpolitiken. Medlet var centralbankens styrränta. Denna penningpolitiska regel, känd som Wicksells norm, är central i dagens inflationsmålspolitik. Wicksell (1899) var optimistisk om framtiden. När ”praktikens män” förstod hans teori, så låg vägen öppen för ett ”fullt stabilt penningvärde”.

Figur 2
Statsskuden i Sverige
i relation till BNP
1871–2016

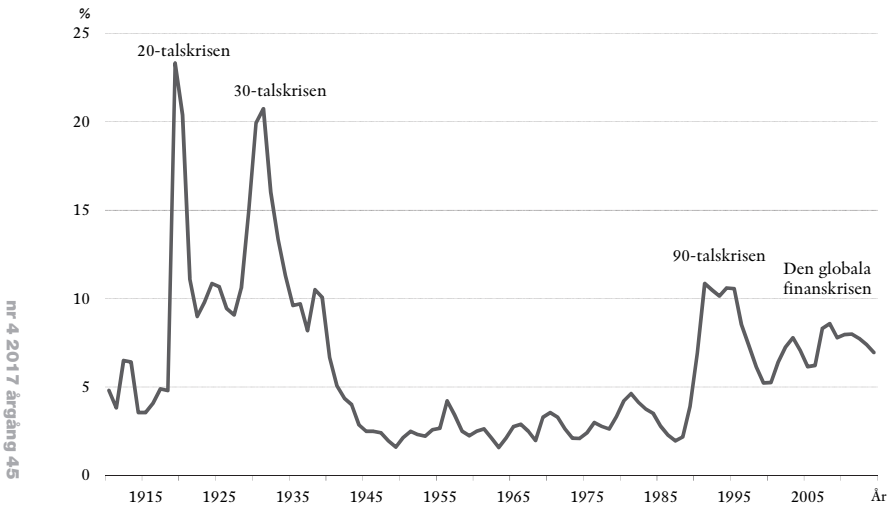


Källa: Figur 1 i Andersson och Jonung (2016).

”Praktikens män” visade inget intresse för Wicksells förslag. Skälet var enkelt: Det förutsatte en rörlig växelkurs för den svenska valutan. Den var emellertid bunden till guld. Wicksells rekommendation var under dessa omständigheter utopisk. Hans teori kom i stället att ligga till grund för en livlig debatt bland ekonomerna. David Davidson föreslog en alternativ norm: Prinsnivån borde falla i omvänd proportion till tillväxten. Såväl Wicksells som Davidsons norm kom senare att prövas av Riksbanken.

Vid krigsutbrottet 1914 övergav Riksbanken omedelbart kronans bindning till guldets trots att guldmyntfoten var inskriven i regeringsformen. I Sverige utmärktes krigsåren av snabbt stigande inflationstakt, där inflationen nådde en topp kring 40 procent år 1918 (figur 1). Den penningpolitiska debatten blev intensiv under kriget och de följande åren. Nationalekonomerna, främst Knut Wicksell, kritiserade Riksbanken och krävde högre diskonto för att dämpa uppgången i den allmänna prinsnivån. Driven av sitt rättvisepatos ville han pressa ned prinsnivån till det läge den hade haft 1914 i tron att detta skulle eliminera krigsinflationens omfördelning av inkomster och förmögenheter.

Efter krigsslutet var politiker och ekonomer i stort eniga om att kronan på nytt skulle kopplas till guldets. Riksbanken beslöt att återgången skulle ske till förkrigsparitet, dvs till den växelkurs som gällde när kriget bröt ut. Anslutningen till guldets bidrog till den kraftigaste deflationen och den högsta arbetslösheten i modern tid i vårt land (figur 1 och 3). Den främsta kritiken kom från näringslivet. Ivar Kreuger klandrade våltaligt nationalekonomernas tro på smärtfri anpassningsprocess vid deflation. Meningsutbytet under dessa år gav en ökad acceptans för en fri myntfot, dvs en oinlöslig krona, med prisstabilitet som mål.



Källa: Figur 9.3 i Fregert och Jonung (2014), uppdaterad med SCB (2017b).

2. 1931–51 – prisstabilisering som mål

Mellankrigstidens internationella guldmyntfot blev kortvarig. I september 1931 lämnade Storbritannien kopplingen till guld. En vecka senare tog Sverige samma steg. Samtidigt förklarade finansminister Felix Hamrin att målet för penningpolitiken skulle vara att upprätthålla kronans inhemska köpkraft. Formuleringen kom direkt från Gustav Cassel, då den internationellt mest kände svenske nationalekonomen. Riksbanken blev därmed den första centralbanken – och är fortfarande den enda – som haft stabilisering av prisnivån som sitt officiella mål. Deklarationen innebar att Wicksells norm nu blev praktisk politik. Genomslaget vore otänkbara utan ekonomernas livliga debatt under och efter krigsårens makroekonomiska omvälvningar.

Riksbanken gick raskt till verket. Omedelbart inhämtades råd från tre ekonomer, Gustav Cassel, David Davidson och Eli Heckscher. De rekommenderade Riksbanken bl a att konstruera ett konsumentprisindex som vägledning för den nya politiken samt att anställa ekonomisk expertis i Riksbanken. Experimentet blev dock kortvarigt. Riksbanken kunde inte motstå sin böjelse för fast växelkurs. Kronan knöts till pundet 1933. Så länge den engelska prisnivån var konstant så kunde emellertid de inhemska konsumentpriserna hållas stabila. Prisstabiliseringen levde vidare, fast nu via en fast pundkurs.

1930-talets djupa depression öppnade för nytänkande kring finanspolitiken. Även här var Sverige stabiliseringspolitisk pionjär. Tidigt, innan krisen hade träffat Sverige fullt ut, pläderade Bertil Ohlin för expansiv finanspolitik byggd på lånefinansiering för att motverka lågkonjunkturen. Under 1931 föreslog han att principen om årlig budgetbalansering skulle

slopas, att skatter skulle sänkas och offentliga arbeten genomföras i syfte att få fart på svensk ekonomi. Finansminister Ernst Wigforss lanserade efter valet 1932 ett expansionistiskt finanspolitiskt program, den så kallade krispolitiken. Gunnar Myrdal presenterade i ett appendix till budgeten 1933 en teori för konjunktionspolitisk finanspolitik som öppnade för budgetunderskott under lågkonjunktur.

Ohlin var den främste förespråkaren för en mer expansionistisk politik. För honom var full sysselsättning det centrala målet. Han blev också den förste att kritisera prisstabiliseringsprogrammet som otillräckligt. Det borde enligt honom kompletteras med finanspolitiska åtgärder. Som reaktion på John Maynard Keynes bok *General Theory* från 1936 myntade Ohlin begreppet Stockholmsskolan. Den omfattade de svenska ekonomer som utvecklat ett program för aktiv konjunkturstyrning parallellt med Keynes.¹ Den kortvariga och föga omfattande krispolitiken fick inga nämnvärda samhällsekonomiska effekter. Men den innebar ett genombrott på det teoretiska planet för en ny syn på stabiliseringspolitiken med en framträdande roll för finanspolitiken.

Den ekonomisk-politiska reaktionen vid andra världskrigets utbrott återspeglade lärdomarna från första världskriget. Omfattande regleringar såsom valutareglering och hyresreglering infördes på ett tidigt stadium för att dämpa förväntad inflation. Mobiliseringen finansierades genom kraftigt växande statlig upplåning (figur 2).

Planeringen för efterkrigstiden byggde på lärdomarna från depressionen efter första världskriget. Den bärande prognosen var att efter kriget skulle den totala efterfrågan falla tillbaka på samma sätt som efter första världskriget. Inför krigsslutet blev David Davidsons norm om fallande prisnivå inskriven i 1944 års penningpolitiska program. Även här var Sverige banbrytare. Inget annat land har valt denna norm som riktlinje. Apprecieringen av kronan 1946 var del av detta program. Det övergavs dock snabbt. Freden följdes inte av depression utan av stark tillväxt.

3. 1951–73 – fast guldkurs som mål igen

Inför krigsslutet fanns en önskan att undvika upprepning av mellankrigstidens ekonomisk-politiska misstag. Så tillkom Bretton Woods-systemet, byggt på fasta växelkurser och reglering av de internationella valutaflödena samt styrt av IMF. Sverige blev medlem 1951. Med detta steg knöts kronan med fast kurs till dollarn där dollarn i sin tur hade en fast kurs till guld. Guldmyntfoten var tillbaka i modifierad form.

Under de följande åren utvecklades ett system med omfattande formella och informella regleringar av kreditmarknaden. Valutaregleringen från andra världskriget isolerade det inhemska finansiella systemet från internationella impulser. I skydd av denna mur bestämde Riksbanken räntan, tillväxten i den totala kreditvolymen och fördelningen av krediter mellan olika

¹ Stockholmsskolan beskrivs i bidragen i Jonung (1991).

sektorer. Högsta prioritet gavs åt bostadssektorn. Räntenivån låstes under den som skulle gälla vid marknadsbestämd ränta. Följden blev en permanent kreditransonering. Politiken motiverades med den s k lågräntedoktrinen, utvecklad av bl a Gunnar Myrdal. Låga räntor ansågs gynna investeringar och därmed tillväxt.

Valutaregleringen bidrog till ett utrymme för inhemsk stabiliseringspolitik. Finanspolitiken utvecklades genom nya instrument för att styra investeringar såsom systemet med investeringsfonder. Tron på statens förmåga att i detalj dirigera den ekonomiska aktiviteten, s k finjustering, var stark. Finansministern samlade den ekonomisk-politiska makten i sitt departement. Riksbanken låg under hans fögderi genom att statssekreteraren i finansdepartementet var ordförande i riksbanksfullmäktige.²

Bretton Woods-systemet bröt samman i början av 1970-talet när USA övergav kopplingen mellan dollarn och guld på grund av alltför expansiv ekonomisk politik. Den var bl a driven av behovet att finansiera Vietnamkriget och inhemska sociala program. Därmed försvann knytningen mellan kronan och guld. Guld var inte längre det nominella ankaret för stabiliseringspolitiken i något land. Officiellt övergav Sverige guldmyntfoten 1975 – en lagändring som inte väckte någon uppmärksamhet.

4. 1973–92 – full sysselsättning som mål

De följande decennierna blev ekonomiskt och politiskt tumultartade. Sverige förvandlades till ett stabiliseringspolitiskt laboratorium. Knappast något annat land experimenterade med så många politikomläggningar som Sverige under dessa år. Kopplingen till dollarn ersattes till en början med fast kronkurs till den västtyska valutan. Målet för stabiliseringspolitiken var full sysselsättning. Medlen var växande offentliga utgifter och devalveringar för att hålla uppe den aggregerade efterfrågan när Sverige träffades av de bågge oljeprischockerna (OPEC I och II) (figur 2). Inflationen bekämpades bl a med ett batteri av prisstopp, prisregleringar och prisövervakning under 1970- och 1980-talen.³

OPEC I, som inträffade 1973–74, möttes med den s k överbrygningspolitiken, det mest uttalade keynesianska experimentet i vår stabiliseringspolitiska historia. Tanken var att Sverige med hjälp av expansiv finanspolitik skulle hoppa över den internationella lågkonjunktur som förväntades efter den kraftiga ökningen av oljepriset. Försöket misslyckades. Det höga svenska kostnadsläget drev fram devalveringar 1976 och 1977 för att återställa konkurrenskraften.

Lärdomen från OPEC I styrde reaktionen vid OPEC II 1979. Nu vidtogs först en devalvering 1981 under den borgerliga regeringen. Efter valet 1982 lanserade den nya socialdemokratiska regeringen en s k offensiv devalve-

² Se t ex Lindbeck (1968) och bidragen i Werin (1993) för mer om stabiliseringspolitiken under Bretton Woods-åren.

³ Se t ex Jonung (1984).

ring, en innovation inom vår valutapolitik, för att skapa konkurrensfördelar utöver de som tillkom genom 1981 års devalvering.

Kritiken mot devalveringspolitiken växte inom ekonomkåren. Den utformades bl a av SNS Konjunkturråd i rapporten från 1985.⁴ Där var budskapet att devalveringspolitiken på kort sikt lyckats uppnå målet full sysselsättning men på lång sikt hade resultatet blivit hög inflation och nya devalveringar. Rådet förespråkade i stället en sk normbaserad politik med målet låg och konstant inflation. Medlet skulle vara fast växelkurs. Devalveringsvägen skulle vara stängd. Normbudskapet fick stort genomslag i debatten. Den socialdemokratiska regeringen förklarade i finansplanen 1991 inflationsbekämpning som en förutsättning för full sysselsättning.

Samma år som normbudskapet lanserades avskaffade Riksbanken den inhemska regleringen av kreditmarknaden. Detta steg, den sk novemberrevolutionen, kan betraktas som startskottet för den största förändringen i svensk ekonomisk politik i modern tid. När taket på kreditgivning försvann, växte bankutlåningen snabbt. Resultatet blev en intensiv högkonjunktur ("överhettningen") med stigande tillgångs- och konsumentpriser, fallande export och rekordlåg arbetslöshet. 1989 avskaffades den externa kreditregleringen, dvs valutareglern. Den svenska finansiella sektorn blev nu helt internationellt integrerad.

Som en konsekvens av avregleringen följde Sverige under åren 1985–92 det traditionella mönstret för en finansiell kris med *boom-bust*. Realräntan, som var negativ under överhettningen, steg kraftigt kring 1990. Detta utlöste en skuldkris med fallande investeringar, stigande arbetslöshet och stora budgetunderskott (figur 2 och 3). Krisens styrka och snabbhet överraskade ekonomer och politiker. De många åren av finansiell reglering hade bidragit till allmän okunnighet om de krafter som öppna finansmarknader kunde skapa. Valutaspekulation tvingade till slut Riksbanken att överge den fasta kronkursen i november 1992. Kronans kurs blev åter fri.

5. 1993–2017 – prisstabilisering som mål igen

Den flytande kronkursen skapade förutsättningen för en ny stabiliseringspolitisk regim byggd på helt fri myntfot, liksom fallet var i september 1931. Samma dag som kronan föll, sökte Riksbanken råd hos Kanadas centralbank, vilken tidigare övergått till inflationsmålspolitik. I januari 1993 förklarade riksbanksfullmäktige på eget initiativ prisstabilitet som "övergripande mål för penningpolitiken" och införde samma operationella mål som i Kanada, nämligen två procents konsumentprisinflation, och samma toleransintervall. Denna nivå på målet valdes för att bryta med den höga inflationen under de föregående årtiondena.

Liksom vid tidigare kriser blev den nationalekonomiska debatten livlig. Den samlade ekonomkåren bidrog till en rad analyser i den sk Lindbeckkommissionen, som inrättades på regeringens initiativ. Här gavs en uppsjö

⁴ Se Söderström (1985).

av råd – fler än i någon tidigare analys av svenska kriser (SOU 1993:16). Sett i dagens perspektiv var många utan någon uppenbar koppling till *boom-bust*-krisen.

Ett helt nytt institutionellt ramverk för stabiliseringspolitiken växte fram under de följande åren – regelbaserat och byggt på separation av makten över stabiliseringspolitiken. Den nya riksbankslagen från 1999 lagfäste en självständig Riksbank, styrd av en direktion, med prisstabilitet som mål för penningpolitiken. De stora budgetunderskotten som uppstått under de föregående kriserna inspirerade till ett regelbaserat budget- och finanspolitiskt ramverk. Det utvecklades gradvis med bl a utgiftstak och överskottsmål. År 2007 etablerades ett oberoende finanspolitiskt råd med mandatet att granska om finanspolitiken ligger i linje med ramverket.

Det svenska medlemskapet i EU år 1995 är en del av den nya regimen. Det garanterar fria kapitalflöden inom unionen. Sverige måste uppfylla en rad krav rörande finanspolitiken. Den rådgivande folkomröstningen 2003 om svenskt deltagande i eurosamarbetet blev en vägdelare. För första gången i något land handlade en folkomröstning om valet mellan medlemskap i en valutaunion (och därmed slutet för den nationella valutaenheten) och en helt rörlig växelkurs med den nationella valutatan intakt. Majoriteten valde det sistnämnda alternativet. Ekonomikåren var livligt engagerad på bägge sidor i debatten.

Den globala finanskrisen 2008 möttes i Sverige med förhållandevis stram finanspolitik och expansiv penningpolitik med låga räntor. Denna reaktion byggde på lärdomarna från 1990-talskrisen som visade att expansiv finanspolitik och åtstramande penningpolitik inte var den lämpliga responsen vid en finanskris. På ett tidigt stadium gavs generöst likviditetsstöd åt banksystemet. Under 1990-talskrisen kom stöd för bankernas soliditet i efterhand.

Den nya regimen med inflationsmål har gett den stabiliseringspolitiska huvudrollen åt penningpolitiken. Den ska svara för två procents inflation på medellång sikt. Dessutom ska den stabilisera ekonomin på kort sikt när så kan ske utan att hota inflationsmålet. Här kan Riksbanken således ta hänsyn till sysselsättning och tillväxt. Idén om finjustering är tillbaka, fast nu inom penningpolitiken – inte som förr inom finanspolitiken.

Finanspolitiken har hamnat i bakgrunden utan någon aktiv konjunkturpolitisk roll utom vid ”stora efterfråge- och utbudsstörningar”. Den ska utgöra stöd för penningpolitiken och undvika att i sig vara källa till instabilitet: ”Finanspolitikens viktigaste bidrag till att stabilisera konjunkturer är att upprätthålla förtroendet för att de offentliga finanserna är långsiktigt hållbara. Är de inte det försvåras Riksbankens arbete med att upprätthålla prisstabilitet”.⁵

Det nya ramverket har varit föremål för flera utvärderingar – allt enligt den svenska traditionen av offentlig granskning. Finanskrisen 2008 inspirerade till den sk Finanskriskommittén som bl a undersökte hur finansiella kriser bör förebyggas och hanteras (SOU 2013:6). Den presenterade också

⁵ Citatet är hämtat från *Ramverk för finanspolitiken*, Regeringens skrivelse (2010/11:79, s 6).

förslag om hur övervakningen av makrofinansiella frågor borde organiseras. Den makrofinansiella tillsynen förstärktes och placerades hos Finansinspektionen. Ett finansiellt stabilitetsråd etablerades med företrädare för regeringen, Riksbanken, Finansinspektionen och Riksgäldskontoret. Överskottsmålskommittén utvärderade det finanspolitiska ramverket (SOU 2016:67). Resultatet blev förslag om ett skuldankare som förstärkning av regelsystemet. Finansutskottet har tagit initiativ till regelbundna utvärderingar av penningpolitiken genomförda av utländska nationalekonomer. För närvarande arbetar en ny utredning om Riksbanken. Diskussionen bland nationalekonomer om penning- och finanspolitiken är fortsatt livlig.⁶

6. Lärdomarna från historien

Flera slutsatser kan dras av denna historiska exposé. För det första, stabiliseringspolitiken har befunnit sig i ständig förändring, driven främst av djupa ekonomiska kriser. Dessa har tvingat ansvariga beslutsfattare och ekonomer till nytänkande. De har dragits in i en läroprocess i jakten på en lösning på de akuta obalanserna. Här har lärandet byggt på att undvika de misstag som bidrog till den senaste krisen. Kriser öppnar således för något nytt – såväl inom den ekonomiska politiken som inom den ekonomiska teorin. 1930-talets och 1990-talets kris illustrerar denna slutsats.⁷

För det andra, inga normer eller regler för stabiliseringspolitiken har hittills visat sig stabila på lång sikt. Det finns ingen teori för stabiliseringspolitiken som kan vaccinera mot framtida störningar. Detta är ett argument för att varje regel och ramverk bör ha undantagsklausuler som ger tillräcklig flexibilitet vid allvarlig kris. Problemet är att konstruera en nödutgång som inte blir en huvudingång.

För det tredje, i en liten öppen ekonomi som den svenska bestäms stabiliseringspolitiken i stor utsträckning av de internationella förutsättningarna. Vi har förvisso experimenterat med innovationer som Wicksells och Davidsons norm samt överbrygningspolitiken vid OPEC I och den offensiva devalveringen 1982 men dessa experiment har varit kortvariga. Snart har vi följt det internationella mönstret igen.

Den historiska översikten visar också på ekonomernas centrala roll. De har påverkat stabiliseringspolitiken vid ett flertal tillfällen, både i samband med kriser och under mer normala förhållanden. De har utvecklat teorierna för penning- och finanspolitiken. De har utvärderat den förda politiken och dragit lärdomar för framtiden. De har fungerat som rådgivare till regering och opposition. De har bemannat (det har mest varit män) statliga utredningar och de har varit träget verksamma som opinionsbildare och debattörer.

⁶ Se bl a Swedenborg (2015) och *Makropolitik i kris* (2016) för aktuella översikter av debatten bland ekonomerna, liksom artiklar i *Ekonomisk Debatt* under senare år.

⁷ Se Jonung (1999) för en beskrivning av stabiliseringspolitiken som en läroprocess.

Till sist, om vi ser framåt så bör vi vänta oss en ny kris och i dess kölvatten ett nytt ramverk för stabiliseringspolitiken.⁸ Vi vet naturligtvis inte hur den nya krisen ser ut och när den kommer. Detta får inte hindra oss från att spekulera kring följande frågor: Kan vi i dag identifiera obalanser som sannolikt kommer att bidra till morgondagens kris? Vilka blir med tiden lärdomarna av denna?

7. När kommer nästa ramverk för stabiliseringspolitiken?

Låt mig nu vända blicken från historien och söka skåda in i framtiden. Då vill jag sätta fokus på en utveckling som jag uppfattar som det mest allvarliga hotet mot den rådande regimen, nämligen den kraftiga expansionen av det finansiella systemet och den åtföljande skulduppbyggnaden, driven av ny finansiell teknologi och ny teoribildning inom ämnet finansiell ekonomi. Denna process, ibland betecknad som finansifieringen eller den finansiella revolutionen, förefaller mig vara akilleshälen i den rådande prisstabiliseringsregimen. Detta är ingen originell slutsats. Tesen har drivits av ekonomer sedan en tid tillbaka, främst i den amerikanska debatten i samband med finanskrisen 2008.⁹

Figur 4, 5 och 6 illustrerar den finansiella revolutionen ur ett svenskt perspektiv. Figur 4 visar kvoten mellan totala krediter och BNP, figur 5 reall fastighetsprisindex för Stockholm och figur 6 reall börsindex. Mönstret är i stort sett detsamma i de tre figurerna. Fram till mitten av 1980-talet ligger tidsserierna på en långsiktigt sett tämligen konstant nivå. Det finns förvisso svängningar som återspeglar världskriget och 1930-talets kris men det är inte fråga om någon dramatisk scenförändring.

Sedan sker något exceptionellt under 1980-talet. Kreditvolymen börjar rusa i höjden. Samma gäller för tillgångspriserna, dvs för huspriser och aktiepriser. Huspriserna stiger kraftigt, men framför allt rusar aktievärdena i höjden. Svängningarna i serierna blir häftigare.

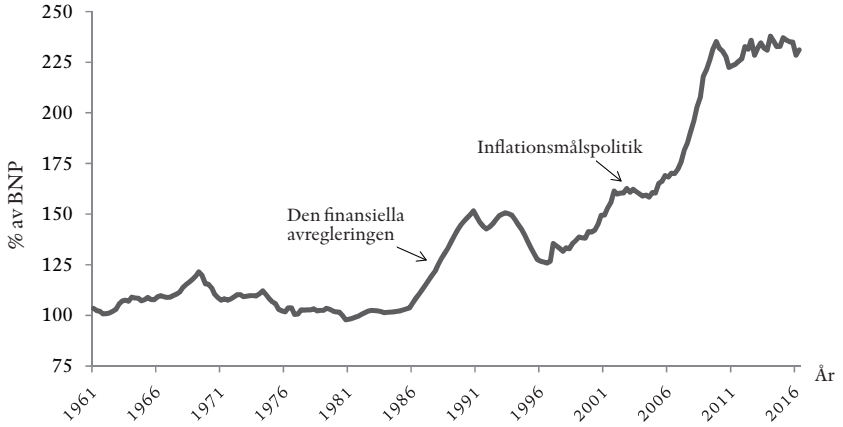
Mönstret är inte unikt för Sverige. Samma bild finns internationellt. Jordà m fl (2015) använder sig av begreppet den *finansiella ishockeyklubban* när de visar att kvoten mellan kreditvolymen och BNP stiger kraftigt under 1980-talet för ett stort antal länder. Sverige är i själva verket efterslänrare genom att den finansiella avregleringen genomfördes senare i vårt land än i omvärlden.

Vilka slutsatser bör vi dra från mönstret i figurerna 4–6? Det inbjuder till flera tolkningar. För det första visar det att den internationella och därmed den svenska penningpolitiken har förlorat det nominella ankare som guldmyntfoten utgjorde. Denna höll tillbaka kredittillväxten. Den

⁸ Lucas (2003, s 1) uppmärksammade påstående att vi i dag vet hur vi undviker en ny depression framstår som djupt missvisande i ett historiskt perspektiv.

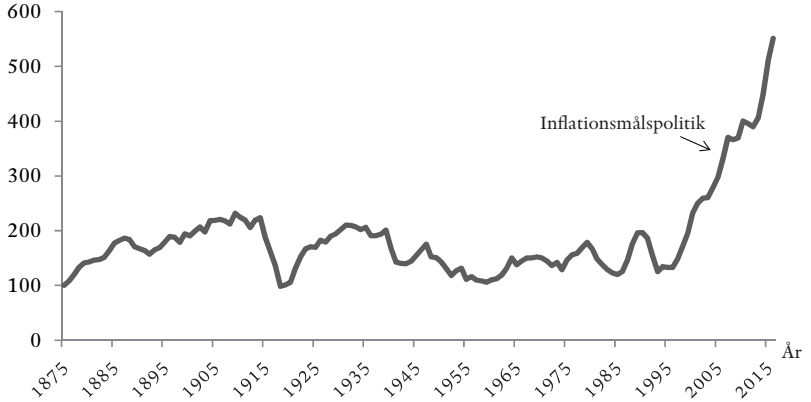
⁹ Tidigt varnade bl a Axel Leijonhufvud för de finansiella riskerna med inflationsmål. Se Leijonhufvud (2007).

Figur 4
Totala krediter i Sverige i förhållande till BNP, 1961–2016



Källa: BIS (2017).

Figur 5
Reala bostadspriser i Stockholm 1875–2016

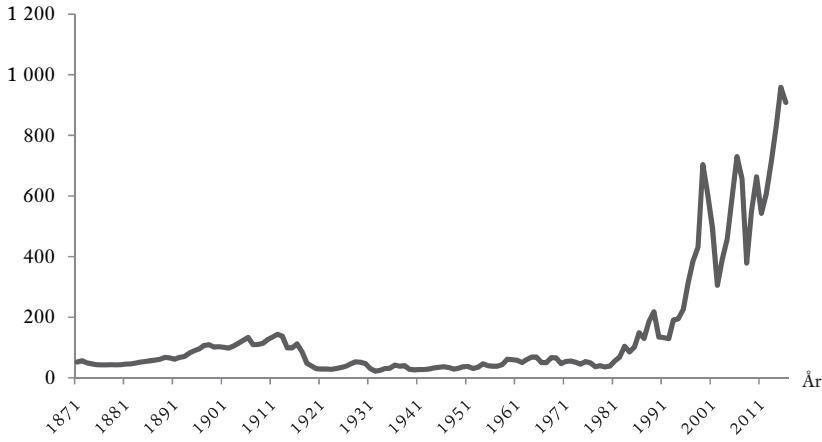


Anm: Index 100 för 1875.

Källa: Edvinsson m fl (2014) för 1875–2012, SCB (2017c) för perioden 2013–16.

fria pappersmyntfoten som följde efter guldets har inte – i varje fall inte hittills – kunnat förhindra snabbare tillväxt i kreditutbudet än i den reala ekonomin. Dagens pappersmyntfot saknar den klara återkopplingen mellan kreditexpansion och någon underliggande reservbas som fanns under guldmyntfoten. Det finansiella systemet blir därmed mer ”elastiskt” och svårare att kontrollera allteftersom det växer. Erfarenheten pekar på att det är först efter en finanskris som skulduppbyggnaden bromsas upp. Så är mönstret i länder som USA och Storbritannien efter 2008 års krasch.

För det andra visar figurerna att volatiliteten i de tre serierna är nära kopplad till de finanskriser som träffat Sverige under senare tid: 1990-talskrisen och krisen 2008. Kreditens roll som drivkraft bakom finansiella kri-



Figur 6
Realt börsindex
1871–2016

Anm: Index 100 för 1900.

Källa: Edvinsson m fl (2014) för 1871–2012, Thompson Financial Datastream för perioden 2013–16.

ser är väl dokumenterad.¹⁰ Enkelt uttryckt: Ett kreditsystem är förutsättningen för en kreditkris.

En tredje slutsats är att den höga tillväxten i kreditvolymen efter avregleringen inte förefaller vara förenad med högre realekonomisk tillväxt. Bortsett från en högre tillväxt under it-bubblan på 1990-talet har den genomsnittliga tillväxten återvänt till 1970-talets låga nivåer. Under senare år har hushållen – inte företagen – ökat sin skuldsättning i Sverige. Dagens debatt om sekulär stagnation är en illustration av den knackiga tillväxten – trots riklig kredit tillgång och låga realräntor (Andersson 2017).

Efter den finansiella avregleringen har en uttalad kreditykel växt fram i Sverige med längre varaktighet och högre amplitud än vad som utmärker den traditionella konjunkturcykeln mätt med *output*-gapet för BNP (Andersson och Jonung 2015). Den svenska kreditykeln bestäms dessutom i stor utsträckning av den globala kreditykeln. Det innebär begränsningar av Riksbankens förmåga att styra inflation, räntor och kreditvolym inom Sverige. Den höga finansiella integrationen försvagar således den penningpolitiska autonomi.¹¹

Den nya finansiella världen styrs i grunden av den amerikanska och europeiska penningpolitiken genom dollarns och eurons starka ställning i det globala kreditsystemet – trots förekomsten av rörliga växelkurser och inflationsmålpolitik.¹² Den finansiella integrationen har gjort att kreditexpansion och ränteförändringar uppvisar stor korrelation över gränserna. Omvärlden, som är finansiellt integrerad med dollarn och euron, söker

¹⁰ Se t ex Reinhart och Rogoff (2010).

¹¹ Enligt Rey (2015) krävs i dag någon form av valutareglering för att skapa penningpolitisk självständighet för ett land som Sverige.

¹² Se t ex Ilzetzki m fl (2017).

nämligen hålla relativt fast kurs till dessa ankarvalutor. Varken dollarn eller euron har i sin tur något ankare. Sverige är ett exempel på detta globala mönster. De svenska bankerna finansierar en stor del av sin inhemska kreditgivning genom upplåning på de internationella finansmarknaderna. Den svenska räntan bestäms därmed av den internationella räntenivån.¹³

Figurerna 4–6 pekar på svåra utmaningar för stabiliseringspolitiken. Dagens ramverk har förvisso löst gårdagens problem, dvs den höga inflationen och den växande statliga skuldsättningen under 1970- och 1980-talen. Samtidigt har det medverkat till nya obalanser. Det har främst misslyckats med att hålla tillbaka den uppgång i tillgångspriserna som började i mitten av 1990-talet. Kreditvolymen har växt trendmässigt, främst på grund av penningpolitikens inriktning mot låga räntor som medel för att uppnå inflationsmålet. Därmed har penningpolitiken bidragit till växande finansiella obalanser. Risken för framtida korrigeringar av prissättningen på tillgångar har ökat.¹⁴

Här föreligger en tydlig konflikt mellan två mål: prisstabilitet och finansiell stabilitet. Målkonflikten är brännande aktuell i dag. När Riksbanken under mer än två år har sökt pressa upp konsumentprisinflationen mot målet på två procent med hjälp av negativa räntor driver den ofelbart upp tillgångspriserna.¹⁵

Här har jag beskrivit problem med den regelbaserade penningpolitiken. Det finns också ekonomiska och politiska svårigheter med regelbaserad finanspolitik, främst i länder som bedriver åtstrammingspolitik.¹⁶ Det finanspolitiska ramverket i Sverige har däremot fått brett politiskt stöd. Det främsta skälet är att de svenska budgetreglerna har införts under en period av ekonomisk tillväxt och återhämtning, dvs som en lärdom av den statsfinansiella krisen i början på 1990-talet (figur 2).

Skulle nästa kris bli en finansiell kris kommer troligen dagens separation av makten över penning- och finanspolitiken att ifrågasättas. Denna skilsmässa byggde på erfarenheterna av 1970- och 1980-talets höga inflation och växande statsskuld. Planen var att om penningpolitiken styrdes av självständiga centralbanker med inflationsmål och finanspolitiken bands av regler så skulle makroekonomisk balans följa automatiskt. Den globala finanskrisen 2008 tog död på denna optimism.

Efter krisen har finansiell stabilitet seglat upp som ett mål att prioriteras i paritet med prisstabilisering och finanspolitisk hållbarhet. Här finns olika institutionella lösningar att välja mellan. En väg vore att ändra det

¹³ Riksbankens styrränta följer mycket nära ECB:s styrränta. Dollarns betydelse framgår av de avtal som Riksbanken träffat efter 2008 års finanskras med Federal Reserve för att få tillgång till dollarlån vid en nödsituation.

¹⁴ Detta är budskapet i Andersson och Jonung (2015). Se också Borio (2014) för det internationella mönstret.

¹⁵ En utmärkt analys av de finansiella obalanserna finns i Riksbankens olika publikationer, se t ex *Finansiell stabilitet* (2016:2) för en detaljerad genomgång.

¹⁶ Debrun och Jonung (2017) diskuterar utmaningarna för regelbaserad finanspolitik i ett internationellt perspektiv.

penningpolitiska ramverket så att finansiell stabilitet blir Riksbankens huvudmål och prisstabilitet underordnas detta mål. Finansiell stabilitet är ju en förutsättning för att Riksbanken ska kunna värna om ett stabilt penningvärde. Riksbanken bör då få de verktyg, utöver räntan, som krävs för att upprätthålla finansiell stabilitet.

En annan väg vore att få till stånd en mer kraftfull samordning mellan Riksbanken och andra myndigheter för att nå målet finansiell stabilitet. Det finansiella stabilitetsrådet kan ses som ett första trevande steg mot en sådan lösning. Efter morgondagens finanskris kommer sannolikt denna tandlösa diskussionsklubb att ersättas med effektivare institutionella arrangemang.

Den nya prisstabiliseringsregimen med större oberoende för de myndigheter som utformar stabiliseringspolitiken har bidragit till en växande efterfrågan på nationalekonomer med högre examina, i synnerhet med doktorsexamen. Riksbanken är föregångare. Andra myndigheter har hängt på trenden. Nationalekonomerna som kår har således gynnats av det förstärkta expertvälde som större oberoende för olika myndigheter medför. Skulle Sverige på nytt drabbas av djup ekonomisk kris – trots förekomsten av nationalekonomer på ledande poster – kommer den framtida krisen knappast att förstärka tron på ekonomernas bidrag till ett bättre samhälle.

8. Slutsatser

Det främsta budskapet i denna artikel är att den stabiliseringspolitiska resan inte har någon slutstation. Den etablerade modellen för och det ortodoxa tänkandet kring stabiliseringspolitiken ifrågasätts och utvecklas oavbrutet, inte bara under kriser. Det är en ständig jakt på stabilitet – på ett nytt ankare för att nå stabilitet. Även mellan kriserna – då nya obalanser byggs upp – pågår debatten om stabiliseringspolitiken. Men det är kriserna som utgör den centrala förutsättningen för genomgripande förändring.

Dagens resa drivs av den finansiella avregleringen från 1985–89. Den öppnade för en finansiell revolution i form av rask skuld tillväxt. Den gav oss först 1990-talskrisen och med tiden den nu gällande stabiliseringspolitiska regimen. Den har också bidragit till ett omfattande finansiellt system vars roll ännu inte till fullo har inarbetats i teorin och praktiken för svensk stabiliseringspolitik. Vi befinner oss i en ny finansiellt dominerad värld för vilken en väl fungerande karta och kompass saknas.

Det är trivialt att förutsäga att dagens stabiliseringspolitiska tänkande såsom det är kodifierat i det existerande ramverket för stabiliseringspolitiken med stor sannolikhet kommer att förändras vid nästa djupa kris. Min gissning är att källan till denna framtida störning finns i den finansiella sektorn. Många har varnat – inte minst Riksbanken – för processen. Men hittills har ingen övertygande lösning presenterats. Troligen får vi vänta på den tills efter nästa kris.

- Andersson, F N G (2017), "Sekulär stagnation – vad är det, finns det och hur påverkar det penningpolitiken?", *Ekonomisk Debatt*, årg 45, nr 4, s 13–25.
- Andersson F N G och L Jonung (2015), "Krasch, boom, krasch – den svenska kreditcykeln", *Ekonomisk Debatt*, årg 43, nr 8, s 17–31.
- Andersson F N G och L Jonung (2016), "Hur stor är en rimlig statsskuld för Sverige?", *Ekonomisk Debatt*, årg 44, nr 4, s 82–87.
- BIS (2017), "Credit to Non-Financial Private Sector", databas, www.bis.org/statistics/tot-credit.htm.
- Borio, C (2014), "The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?", *Journal of Banking and Finance*, vol 45, s 182–198.
- Debrun, X och L Jonung (2017), "The Future of Rules-Based Fiscal Policy after the Crisis", rapport under utgivning, IMF, Washington, DC, och Nationalekonomiska institutionen, Lunds universitet.
- Edvinsson, R, T Jacobsson och D Waldenström (red) (2014), *House Prices, Stock Returns, National Accounts, and the Riksbank's Balance Sheet 1620-2012*, Ekerlids Förlag, Stockholm.
- Fregert, K och L Jonung (2014), *Makroekonomi – teori, politik och institutioner*, Studentlitteratur, Lund.
- Ilzetzki, E, C N Reinhart och K S Rogoff (2017), "Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?", NBER Working Paper 23134.
- Jonung, L (1984), *Prisregleringen, företagen och förhandlingsekonomin*, SNS Förlag, Stockholm.
- Jonung, L (red) (1991), *The Stockholm School of Economics Revisited*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Jonung, L (1999), *Med backspegeln som kompass – om stabiliseringspolitiken som läroprocess*, rapport till ESO, Ds 1999:9, Finansdepartementet, Stockholm, eso.expertgrupp.se/wp-content/uploads/1999/10/Ds-1999_9-Med-backspegeln.pdf.
- Jordà, O, M Schularick och A M Taylor (2016), "Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts", NBER Working Paper 22743.
- Lindbeck, A (1968), *Svensk ekonomisk politik*, Aldus, Stockholm.
- Leijonhufvud, A (2007), "The Perils of Inflation Targeting", VoxEU.org, voxeu.org/article/perils-inflation-targeting.
- Lucas, R (2003), "Macroeconomic Priorities", *American Economic Review*, vol 93, s 1–14.
- Makropolitik i kris – en vänskrift till Lars Jonung med anledning av hans 70-årsdag* (2016), Mediatryck i Lund, Lund.
- Regeringens skrivelse (2010/11:79), *Ramverk för finanspolitiken*.
- Reinhart, C N och K S Rogoff (2010), *Annorlunda nu – åtta sekel av finansiell dårskap*, SNS Förlag, Stockholm.
- Rey, H (2015), "Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", NBER Working Paper 21162.
- SCB (2017a), "Inflationen i Sverige 1831–2016", databas, www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/priser-och-konsumtion/konsumtprisindex/konsumtprisindex-kpi/pong/tabell-och-diagram/konsumtprisindex-kpi/inflation-i-sverige/.
- SCB (2017b), "Arbetskraftsundersökningarna", databas, www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/arbetsmarknad/arbetskraftsundersokningar/arbetskraftsundersokningarna-aku/.
- SCB (2017c), "Fastighetspriser och lagfarter", databas, www.scb.se/bo0501.
- SOU 1993:16, *Nya villkor för ekonomi och politik*, betänkande från Ekonomikommisjonen.
- SOU 2013:6, *Att förebygga och hantera finansiella kriser*, delbetänkande av Finanskriskommittén.
- SOU 2016:67, *En översyn av överskottsmalet*, betänkande av Överskottsmaletskommittén.
- Sveriges riksbank (2016), *Finansiell stabilitet*, Finansiell stabilitetsrapport 2016:2, Sveriges riksbank, Stockholm.
- Swedenborg, B (red) (2015), *Svensk ekonomisk politik – då, nu och i framtiden – festskrift tillägnad Hans Tson Söderström*, Dialogos Förlag, Falun.
- Söderström, H Tson (red) (1985), *Vägen till ett stabilare Sverige*, SNS Förlag, Stockholm.
- Werin, L (red) (1993), *Från räntereglering till inflationsnorm*, SNS Förlag, Stockholm.
- Wicksell, K (1899), "Penningrätans inflytande på varuprisen", *Nationalekonomiska Föreningens förhandlingar under förra halvåret 1898*, s 47–70.