

## Finansiella kriser – svenska erfarenheter\*

*Det mesta talar för att de ekonomiska problemen i början av 1990-talet aldrig hann utvecklas till en finansiell kris i dess verkliga mening, skriver riksbankschef Urban Bäckström i en analys. Betalningssystemet fungerade under hela krisen. Inte heller förefaller bankernas i vissa fall mer restriktiva kreditgivning ha inneburit några större effekter på makronivå. Skälet var att bankkrisen kunde hävas relativt snabbt. Till detta kom att den makroekonomiska utvecklingen stabiliserades efter hand. Det krävdes dock en hel del eftervård efter det akuta krisskedet i form av en sanering av statsfinanserna och en penningpolitisk åtstramning. Det finns många likheter mellan den svenska krisen och det som hände i Mexiko för några år sedan och det som nu sker i flera länder i Asien. Det slutliga utfallet av kriserna i Asien är beroende av hur snabbt och resolut problemen i banksektorn hanteras och makroekonomin stabiliseras.*

Sverige drabbades i början av 1990-talet av en djup ekonomisk kris, som sammanföll med både svåra finansiella problem och en valutakris. BNP föll sammantaget med 6 procent under loppet av tre år. Det blev den djupaste recessionen sedan 1930-talet. Att BNP ändå inte föll mer än så och att ekonomin inte kom in i ett verkligt deflationsförlopp berodde på att bankkrisen kunde hävas relativt snabbt. Därmed skedde inte någon destabilisering av det finansiella systemet i den mening som att ekonomins kreditförmedling eller betalningssystem allvarligt stördes eller

slogs ut. Om det finansiella systemet hade destabiliserats hade ekonomin kunnat hamna i vad Irving Fisher<sup>1</sup> kallade för "skuldeflation". Krisförloppet kunde sålunda ha blivit mycket allvarligt, som under depressionen och bankkrisen i början av 1920-talet. Då föll BNP med sammantaget 18 procent och prisnivån sjönk med 30 procent under loppet av två år.

\* Artikeln bygger delvis på ett anförande om den svenska finanskrisen som hölls vid ett symposium som anordnades av Federal Reserve Bank of Kansas City i Jackson Hole, Wyoming i USA, augusti 1997, se Bäckström [1997]. Jag är tacksam för värdefulla synpunkter på tidigare versioner av denna artikel från Claes Berg, Erik Dahmén, Lars Heikensten, Stefan Ingves, Göran Lind, Staffan Viotti och Anders Vredin. För eventuellt kvarvarande fel, brister och oklarheter liksom för de åsikter som framförs är jag emellertid ensam ansvarig.

<sup>1</sup> Se Fisher [1933].

*URBAN BÄCKSTRÖM är riksbankschef. Dessförinnan var han mellan 1991 och 1993 statssekreterare i Finansdepartementet och där ansvarig för skatte-, bostads- och finansmarknadsfrågor, vilket inkluderade hanteringen av den svenska bankkrisen.*

Skälet till att den akuta krisen i svensk ekonomi i början av 1990-talet kunde hävas relativt snabbt var inte bara att ett fallissemang av svenska banker i stor skala kunde undvikas utan också att den makroekonomiska utvecklingen stabiliserades. Dessa faktorer är ömsesidigt beroende. Om stora delar av banksystemet fallerar förvärras den makroekonomiska situationen, och om makroekonomin inte stabiliseras försvåras upplösningen av bankkrisen. Ju längre man dröjer med att rekonstruera banksystemet, desto större blir kostnaderna.

Varför förekom det inte redan på 1980-talet någon djupare diskussion om de risker för finansiella kriser som var på väg att byggas upp i flera länder? Martin Feldstein [1991] pekar på att industrivärlden inte hade upplevt en verklig finansiell kris sedan 1930-talet. Ekonomer har därför ägnat relativt begränsad möda åt att analysera detta ämne, utan i stället varit upptagna med att förstå de mer normala förhållandena i ekonomierna.

Under senare år har det förekommit ekonomiska kriser i andra delar av världen som t ex i Mexiko och i flera länder i Asien. Även här har problem i banksystemen ofta sammanfallit med valutakriser och negativa makroekonomiska förlopp. Det finns många likheter mellan huvud dragen i vad som hänt i andra delar av världen och den svenska krisen. Det slutliga utfallet av kriserna i Asien är beroende av hur snabbt och resolut problemen i banksektorn hanteras och makroekonomin stabiliseras.

Syftet med denna artikel är att ge ett bidrag till den fortsatta diskussionen om den svenska krisen under 1990-talets inledning. Artikeln är disponerad på följande sätt. Först definieras vad en finansiell kris är och hur den påverkar den ekonomiska aktiviteten. Dessutom beskrivs ett typiskt förlopp. Därefter behandlas den svenska krisens utveckling och orsaker samt hantering av bankproblemen. Avslutningsvis diskuteras några lärdomar.

## Vad är en finansiell kris?

Finansiella kriser är inte något modernt fenomen, som endast förekommit under 1900-talet. Tvärtom har sådana uppträtt från tid till annan sedan många hundra år. Ett klassiskt exempel är den sk tulpanmanin i Holland 1636. En viktig faktor i det förloppet var en krasch på marknaden för tulpanoptioner, vilket visar att inte heller derivatinstrument såsom optioner är något nytt. Under 1800-talet förekom många finansiella kriser. På 1900-talet kommer man närmast att tänka på den kris som följde efter börskraschen 1929 i New York och som präglade världsekonomin under 1930-talet. I Sverige förekom en allvarlig bankkris i början av 1920-talet, men även i samband med 1930-talskrisen hade banker problem i vårt land.<sup>2</sup>

Det är alltså inte så svårt att i historien urskilja skeenden som man kan beteckna som finansiella kriser. Trots det är det inte så enkelt att finna en klar och enhetlig syn i den ekonomiska litteraturen på vad en finansiell kris egentligen är och hur den påverkar resten av ekonomin.

Monetarister som Friedman och Schwartz [1963] betonar penningmängdens betydelse. När banker kollapsar påverkar det bankinlåningen och därmed penningmängden. En kontraktion i penningmängden antas i sin tur leda till att efterfrågan i ekonomin faller. För att för-

<sup>2</sup> Se t ex Feldstein [1991] för en översikt och fler referenser. Eichengreen [1992] hävdar att huvudorsaken till den globala 30-talskrisen var guldmyntfotens återinförande efter det första världskriget i ett läge då urholkade statsfinanser och internationella dispyter raserade möjligheterna till ett trovärdigt försvar av olika sammanhang beskrivit historiska kriser i den svenska ekonomin, se bl a Lundberg [1953 och 1983]. Även i Carlsson m fl [1979] görs en genomgång av svenska ekonomiska krisperioder. Se även Thunholm [1991] för en intressant skildring av krisen i början av 1920-talet.

hindra svåra skadeverkningar på den ekonomiska aktiviteten kan staten vara tvungen att gripa in och motverka en kollaps i betalningssystemet. Centralbankens uppgift är att se till att penningmängden – likviditeten – hålls uppe på lämplig nivå. Däremot ser monetaristerna inte t ex tvärsnitt i tillgångspriser som en indikation på en finansiell kris, så länge inte allmänheten tar ut sina pengar från bankerna och penningmängden minskar. Vid den typen av s k *pseudo-finansiella kriser* skall staten inte träda in. Det kan, menar monetaristerna, rentav vara skadligt eftersom penningmängden då riskerar att öka för snabbt varpå inflationen skjuter fart.

Ett alternativt synsätt, som diskuterats av Kindleberger [1978] och Minsky [1972] och som härstammar från Fisher [1933], tar ett bredare grepp i analysen av en finansiell kris. Kindleberger och Minsky menar att en finansiell kris kan omfatta en skarp korrigering av tillgångspriser, konkurser i finansiella och icke-finansiella företag, valuta-kriser eller en kombination av dessa.

På senare år har Mishkin [1991, 1994a, 1994b och 1997] kritiserat det monetaristiska synsättet för att vara för snävt och Kindlebergers och Minskys ansats för att vara för oprecis. Mishkin tar i sin analys av finansiella kriser och deras hantering sin utgångspunkt i litteraturen om asymmetrisk information och finansiella marknader.<sup>3</sup> Utgångspunkten är att det förekommer asymmetrisk information i samband med finansiella transaktioner i den meningen att den ena parten har ett informationsunderläge gentemot sin motpart. Exempelvis har vanligen en låntagare bättre information än långivaren om den potentiella avkastningen och risken hos det investeringsprojekt som låntagaren vill finansiera med sitt lån.

Banker är särskilt skickade att hantera problem som asymmetrisk information i samband med finansiella transaktioner ger upphov till. Dels genom att de är specialister på att skilja ut bra krediter från dåliga innan krediterna lämnas. Dels

genom att banker vanligen har experter för att följa upp att låntagare, efter det att lånet beviljats, inte ägnar sig åt så riskfyllda aktiviteter att sannolikheten för förluster ökar. Dessutom brukar bankerna ta säkerheter i form av olika typer av tillgångar för att reducera problemet med asymmetrisk information.

En finansiell kris uppstår, menar Mishkin, när bankerna störs i sitt arbete med att söka hantera den asymmetriska informationen. En sådan störning kan inträffa vid en skarp korrigering av tillgångspriser, som urholkar värdet på potentiella och redan tagna säkerheter. Likaså kan en kraftig realränteuppgång leda till att endast de med de mest riskabla investeringsprojekten ansöker om lån, vilket ökar sannolikheten för bankerna att drabbas av kreditförluster. Om bankerna inte kan skilja ut bra låntagare från dåliga eller följa upp redan beviljade krediter på ett ändamålsenligt sätt tenderar de att hellre avstå från att bevilja krediter. Om kreditförsörjningen i ekonomin störs på detta sätt påverkas den ekonomiska aktiviteten negativt.

Analysen av finanskriser som utgår från förekomsten av asymmetrisk information i samband med finansiella transaktioner lyfter fram viktiga mekanismer och samband. Det senaste decenniets snabba utveckling av det finansiella systemet gör dock att det tillkommit mekanismer som måste beaktas för att analysen av dagens eller morgondagens finansiella kriser skall bli fullödiga. Det rör sig här om utvecklingen av system för stora betalningar (s k "large value payments systems"). Clearing- och avvecklingsverksamheten har på kort tid kommit att

<sup>3</sup> För en genomgång av litteraturen kring asymmetrisk information och finansiella marknader se Gertler [1988]. Se också SOU 1995:4 kap. 5 och Marlor [1997] för en diskussion om asymmetrisk information med svensk anknytning.

anta enorma proportioner i utvecklade industriländer som Sverige, med en omsättning som innebär att värden motsvarande länders BNP omsätts på några dagar. Bara i Riksbankens RIX-system omsätts omkring 300 miljarder per dag.<sup>4</sup>

Teorin för asymmetrisk information kan användas även för en analys av betalningssystemet i dess moderna utformning. Asymmetrisk information är en viktig anledning till att de som finansierar en bank – insättare eller andra banker – vanligen inte kan överblicka dess låneportfölj. En allmänt ökad osäkerhet kan leda till att man tar det säkra för det osäkra och drar tillbaka eller vägrar att förnya finansieringen i takt med att den förfaller, oavsett bankens status. I en sådan situation sätts betalningssystemet mer eller mindre ur funktion, såvitt inte banken i fråga kan erhålla likviditet av centralbanken. Den tillhandahåller normalt endast likviditet i inhemsk valuta, vilket visar på potentiella risker om ett lands utlandsskuld är kortsiktig och kanaliserats via banksystemet. Om betalningssystemet fallerar kan det i sin tur påverka många olika utgiftsbeslut i ekonomin och kan därmed få en kraftig inverkan på den reala ekonomin.

Den definition som utkristalliserar sig ur resonemanget ovan är att *en finansiell kris uppstår om det finansiella systemet får sådana problem att den asymmetriska informationen leder till att systemets förmåga att kanalisera krediter till dem som har de mest produktiva investeringsmöjligheterna allvarligt störs eller om hela eller delar av betalningssystemet slås ut.*

### Typiskt förlopp som kan leda till en finansiell kris

Efter att ha definierat en finansiell kris finns det skäl att gå vidare och diskutera hur förloppet fram till krisen kan se ut och vad som kan orsaka respektive utlösa en sådan. De faktorer som diskuteras i

detta avsnitt och som kan ge upphov till en finansiell kris har förekommit i många länder. I en del fall har förloppet stoppats upp eller mildrats genom ekonomisk-politiska åtgärder. Ekonomin har slagit in på en stabilare bana efter en kort period av bakslag. I andra fall har länder upplevt en mer dramatisk utveckling, som t ex Finland och Sverige i början av 1990-talet, Mexiko 1994 och länder i Asien, som nu har problem.<sup>5</sup>

Gemensamt för de länder som hamnat i problem är att en period av högkonjunktur sammanfallit med olika former av finansiell sårbarhet i ekonomin. Här finns själva orsaken till problemen. Högkon-

<sup>4</sup> Orsakerna till denna utveckling är flera, men värdepappersmarknadernas expansion spelar en central roll. Penning-, obligations- och valutamarknadernas framväxt och finansinstituten ökade behov av avancerad riskhantering har lett till kraftig expansion av interbankmarknaden. Denna marknad och systemen för clearing och avveckling av värdepappersaffärer ställer stora och nya krav på betalningssystemet. Exempelvis har banksystemet – som fortfarande står för den mer traditionella detaljistfunktionen – blivit känsligare för störningar i dessa stora betalningssystem. Skälet är helt enkelt att bankerna idag hämtar en icke obetydlig del av sin finansiering från interbankmarknaden, inom eller utom landet. Hushåll och företag tenderar i större utsträckning än tidigare att placera sina tillgångar i värdepapper snarare än som inlåning hos bankerna. Den traditionella inlåningen från allmänheten är därför inte längre som i gamla tider bankernas enda finansieringskälla. Om det nationella betalningssystemet i detta större perspektiv råkar ut för en störning riskerar en finansiell kris snabbt att få stora konsekvenser. Samma sak kan gälla i en ekonomi med utländsk skuldsättning som kanaliserats via banksystemet om denna finansiering från utlandet "torkar" upp. Finansiella kriser sammanfaller bl a därför inte sällan med valutakriser.

<sup>5</sup> Se Davis [1995] för en beskrivning av typiska förlopp som leder till finansiella problem och en genomgång av tidigare finansiella kriser.

junkturen, som ibland resulterat i överhettning, har lett till bytesbalansunderskott. Underskottet har ofta förvärrats av en urholkad konkurrenskraft. En orsak till det har varit stigande inhemsk inflation. En annan att den nominella växelkursen apprecierat, beroende på olika valutakor-gars konstruktion i fasta växelkurssystem.

Den finansiella sårbarheten har uppträtt efter finansiella avregleringar. En kraftigt ökad kreditgivning har sammanfallit med stigande tillgångsvärden som t ex aktier och fastigheter. Kreditexpansionen har även drivit på efterfrågeutvecklingen. Bytesbalansunderskotten har parerats med kortfristiga kapitalinflöden, som ofta kanaliseras via banksystemet.

Ett marknadskonformt finansiellt system är en viktig förutsättning för att ekonomier i ett långsiktigt perspektiv skall kunna utveckla sin tillväxtpotential. Ett skäl är att det i takt med världshandels expansion krävs nya finansiella lösningar för att underlätta produktion och handel med varor och tjänster. Ett annat skäl är att sparande i ett land mer effektivt kan kanaliseras till investeringsprojekt i ett annat land. Det är bl a därför många länder avreglerat sina finansiella marknader under de senaste tjugo åren. Det har dock visat sig att övergången från ett reglerat till ett avreglerat finansiellt system ofta har varit förknippad med problem.

En avreglering av kreditmarknaden innebär, allt annat lika, att penningpolitiken blir mer expansiv. Traditionellt brukar man tala om tre transmissionsmekanismer för penningpolitiken, nämligen ränte-, valuta- och kreditkanalen. Med en reglerad marknad ransoneras kreditutbudet. På en fri kapitalmarknad med ökad tillgång på krediter har hushållen däremot större möjligheter att fatta optimala konsumtions- och investeringsbeslut över livs-cykeln. Reala tillgångar som tidigare inte uppfattades som likvida blir belåningsbara. Konsumtionen blir mer känslig för förmögenhetsutvecklingen. När kreditregleringar tas bort blir det även möjligt för företag att

fatta mer optimala beslut. Beslut om avreglering tenderar mot denna bakgrund att leda till en kreditexpansion.

Det finns flera skäl till varför en kreditexpansion ofta leder till stigande tillgångspriser och vice versa. Värdet på en tillgång kan definieras som summan av de diskonterade framtida inkomsterna som innehavet av tillgångar, t ex en aktie eller fastighet, förväntas generera. Om en expansiv ekonomisk politik leder till att de framtida inkomsterna förväntas stiga, stiger följaktligen också värdet på olika typer av tillgångar. En förväntan om större framtida inkomster ökar i sin tur viljan att låna. På utbudssidan ökar viljan att bevilja krediter när tillgångspriserna stiger eftersom det ökar låntagarnas möjlighet att tillhandahålla säkerheter. De stigande tillgångsvärdena är också en återspeglning av en förväntan om stigande framtida inkomster eller kassaflöde. Även detta ökar benägenheten hos banker att bevilja lån eftersom låntagarnas möjlighet att betala ränta och göra amorteringar förbättras. I de fall där risker för en finansiell kris byggts upp har såväl tillgångsvärden som kreditexpansionen byggts på orealistiska förutsättningar om framtiden. Om inte tidigare har det blivit uppenbart i efterhand.

Om bankerna tar upp kortfristiga lån i utländsk valuta och lånar vidare till långfristiga projekt kan sårbarheten i det finansiella systemet öka på två sätt. För det första kommer bankernas låntagare att ikläda sig valutarisk för finansiering av t ex ett fastighetsköp inom landet. Om valutans värde faller stiger alltså lånebeloppet, mätt i inhemsk valuta, och det kan bli svårare att klara betalningarna. För det andra uppstår det en löptidsrisk. Bankverksamhet handlar i och för sig om att ta emot inlåning från allmänheten och omvandla detta kortfristiga sparande till utlåning med längre löptider till företag och hushåll. Denna transformation av löptider – eller sk mismatch i bankernas balansräkningen – bidrar vanligen positivt till samhällsekonomin, men är även under

normala omständigheter förknippad med risker. Bankerna är beroende av att centralbanken kan tillhandahålla likviditet i den inhemska valutan om insättarna plötsligt tar ut sina pengar. Det innebär att om likviditeten i utländsk valuta av någon anledning "torkar upp", hamnar bankerna snabbt i problem.

Förr eller senare tar högkonjunkturen slut. Vändningen kan utlösas av en internationell konjunkturnedgång, uppgång i marknadsräntan, desinflationsprocess eller en övervärderad valuta. Aktiviteten i ekonomin vänder nedåt och tillgångspriserna faller. Högt belånade hushåll och företag startar en konsolideringsprocess. Konkurserna ökar och bankerna tvingas göra avskrivningar för befarade kreditförluster. Om kreditförlusterna är omfattande kan förtroendet för hela banksystemet rubbas. Det kan i sin tur leda till att bankernas långivare tar ut sina pengar (insättare), säger upp eller begränsar lånen (andra banker). Är banksystemet beroende av utländsk upplåning kan den finansiella krisen även sammanfalla med en valutakris.

Det finns självfallet ingen naturlag som säger att en avreglering av kreditmarknaden nödvändigtvis skall leda till en finansiell kris. Förloppet med kreditexpansion, stigande tillgångspriser, växande efterfrågan i ekonomin och ökad inflation kan bromsas genom en omläggning av den ekonomiska politiken i restriktiv riktning. Med en stabilitetsinriktad ekonomisk-politisk regim inriktad på låg inflation är det naturligt att bedriva antingen en stramare finans- eller penningpolitik som svar på den expansiva impuls som kreditavregleringen normalt leder till.

En ytterligare fråga är om det helt går att undvika ekonomiska bakslag när förutsättningarna för en finansiell kris väl har byggts upp? Om tillgångsvärden och kreditgivning drivits upp till höga nivåer och återspeglar orealistiskt höga förväntningar om framtiden, kommer en anpassning att vara oundviklig. Det torde vara

förknippat med stora risker att med en expansiv ekonomisk politik söka motverka en sådan anpassning genom att helt akkommodera höga tillgångsvärden och en uppdriven skuldsättning. Följden kan i stället bli att den korrigering som sedan ändå följer blir än mer allvarlig. Likaså torde de makroekonomiska återverkningarna bli än svårare.

## Den svenska krisen – vad hände?

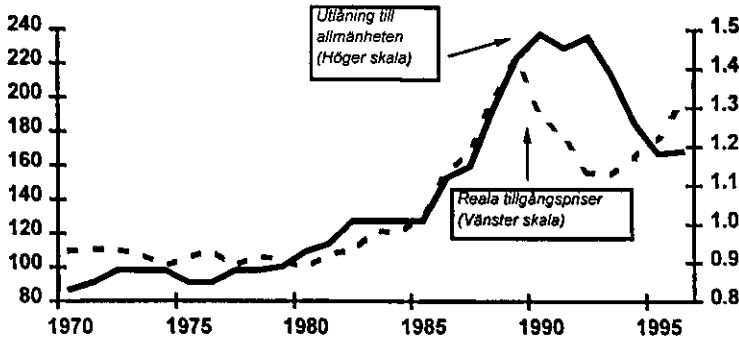
Vid en analys av varför svensk ekonomi hamnade i svårigheter i början av 1990-talet är det viktigt att skilja mellan faktorer som *orsakade* problemen och sådana som *utlöste* krisen.

För att finna orsakerna till den svenska 1990-talskrisen är det nödvändigt att gå långt tillbaka i tiden. Allt sedan Bretton Woods-systemets sammanbrott i början av 1970-talet har det visat sig svårt att skapa en stabil makroekonomisk miljö. I Sverige har lönebildningen fungerat dåligt, finanspolitiken varit för svag och ett flertal devalveringar har genomförts. Till denna oförmånliga makroekonomiska inramning kom att strukturella problem byggdes upp, vilket bl a visade sig i form av ofta förekommande överhettningstendenser och en trendmässigt relativt svag tillväxt. Det var alltså många olika faktorer som bidrog till den svenska krisen i början av 1990-talet. Dessa har omsorgsfullt behandlats i olika studier.

En starkt bidragande orsak till finans-krisen var dessutom den avreglering av kreditmarknaden som genomfördes 1985. Den var i sig nödvändig eftersom den reglerade kreditmarknaden var en del av de strukturella problemen i svensk ekonomi, men kom att innebära en starkt expansiv impuls. Sverige hade vid den tidpunkten en fast växelkursregim, vilket innebär att penningpolitiken inte kan användas för andra ändamål än att upprätthålla den fasta växelkursen. Med en sådan regim vilar det ekonomisk-politiska ansvaret för att

## Figur 1 Tillgångspriser och utlåning till allmänheten

Index: 1980=100 respektive procent av BNP



Källa: Bank for International Settlements

Anm: Med reala tillgångspriser menas ett index bestående av ett vägt genomsnitt av aktiekurser och fastighetspriser deflaterat med konsumentprisindex. Vikterna är beräknade utifrån sammansättningen av den privata sektorns förmögenhet.

stabilisera den efterfrågeimpuls som avregleringen ledde till på finanspolitiken. Finanspolitiken gavs dock inte den nödvändiga restriktiva utformningen. När det inte skedde kan man naturligtvis, så här i efterhand, fråga sig varför den penningpolitiska regimen inte ändrades. En vidgning av kronans bandbredd eller en övergång till flytande växelkurs kunde ha ökat den penningpolitiska handlingsfriheten att motverka avregleringens expansiva effekter.

Eftersom inte den ekonomiska politiken parerade avregleringens expansiva effekter följdes den av en snabb kreditexpansion och en växande skuldsättning hos allmänheten, se *Figur 1*. Under loppet av endast fem år steg den privata sektorns skuldsättning från 100 till 150 procent av BNP. Kreditexpansionen sammanföll med stigande aktiekurser och fastighetspriser. Sammantaget steg de reala tillgångspriserna med över 70 procent under andra halvan av 1980-talet (*Figur 1*). Efterfrågan i den reala ekonomin ökade snabbt. Det privata finansiella sparandet föll med hela 7 procentenheter av BNP till negativa tal. Samtidigt utvecklades den svenska

ekonomins utbudssida dåligt, med bl a en svag produktivitet utveckling som resultat. Ekonomin överhettades, inflationen accelererade och konkurrenskraften urholkades. Bytesbalansen uppvisade betydande underskott, vilket tillsammans med stora utgående direktinvesteringar och andra långfristiga kapitalutflöden ledde till en växande kortfristig skuldsättning i utländsk valuta hos den privata sektorn via det svenska banksystemet.

Under loppet av 1990 vände utvecklingen. Den internationella lågkonjunkturen och den urholkade konkurrenskraften dämpade exporten. Fallande tillgångspriser gav upphov till balansräkningsproblem i den privata sektorn. Det ledde i sin tur till en konsolideringsprocess hos hushåll och företag som påverkade privat konsumtion och investeringar negativt och därmed aktiviteten i hela ekonomin. BNP föll med sammantaget 6 procent mellan sommaren 1990 och sommaren 1993. Den totala arbetslösheten steg från 3 till 12 procent och det offentliga underskottet förvärrades till som mest 12 procent av BNP. En omfattande konkursvåg i ekonomin slog hårt på banksektorn, som under några

få år tvingades göra stora reserveringar för kreditförluster. Under hösten 1992 skakade banksystemet i sina grundvalar.

Det går att peka på en hel del faktorer som kom att utlösa den finansiella krisen, men ingen av dessa kan sägas vara själva orsaken till den. Aktiekurserna på många internationella börser vände nedåt i samband med Iraks invasion i Kuwait i augusti 1990. Det påverkade naturligtvis även Stockholmsbörsen. Den tyska återföreningen drev upp ränteläget i hela Europa. Förtroendet för den fasta växelkurspolitiken började ifrågasättas och de nominella räntorna blev tidvis höga, inte minst i samband med valutaoron sommaren och hösten 1992. Skattereformen gjorde det dyrare att låna och mer förmånligt att spara, vilket påverkade hushållens beteende och bidrog till fallande tillgångspriser. Samtliga dessa faktorer påverkade förloppet, men själva orsaken till krisen måste spåras långt tillbaka i tiden. En rad strukturella faktorer liksom bristen på stabilitetsinriktad ekonomisk politik som bl a tog sig uttryck i att den expansiva impulsen efter kreditmarknadens avreglering inte parerades med en mer restriktiv ekonomisk politik framstår som grundläggande orsaker.<sup>6</sup>

## Hanteringen av den svenska bankkrisen<sup>7</sup>

Redan på ett tidigt stadium började det stå klart att krisen i det svenska banksystemet kunde bli mycket allvarlig. Förberedelser inleddes i Finansdepartementet på våren 1992 för olika tänkbara situationer, samtidigt som de inledande problemen i banksektorn hanterades på ett mer ad hoc-mässigt sätt. Det skulle senare visa sig att det värsta scenariot, av de olika alternativ som analyserades, höll på att inträffa.

Vid en summering idag visar det sig att samtliga av de sju största bankerna drabbades av svåra förluster under krisens år. De svarade för 90 procent av marknaden och

de sammantagna kreditförlusterna under de år som krisen varade uppgick till motsvarande 12 procent av ett års BNP. Stocken av nödlidande krediter, dvs lån som gav liten eller ingen ränteintäkt, översteg vida det samlade egna kapitalet i banksektorn. Sex av de sju största bankerna behövde kapitaltillskott antingen från staten eller från sina ägare. Det var således fråga om en verklig systemkris.

Krisen i banksystemet utlöstes inte av en klassisk "bank run", utan av ett internationellt misstroende och finansierings svårigheter på den internationella marknaden. En del svenska banker fick till följd av de växande kreditförlusterna allt svårare att klara sin upplåning utomlands, vilket var en bidragande orsak till att den finansiella krisen kom att sammanfalla med en valutakris under hösten 1992. Det var just detta som ledde fram till den situation efter sommaren 1992 som kunde ha utlöst en verklig finansiell kris i enlighet med den definition som diskuterades ovan. Utan ingripande från statsmakternas sida hade ekonomins kreditfunktion och betalningssystem alltså kunnat skadas allvarligt med åtföljande starkt negativa återverkningar på den ekonomiska aktiviteten.

I september 1992 aviserade regeringen

<sup>6</sup> När inflationstakten föll blev realräntan, ex post, periodvis hög eftersom inflationsförväntningarna inte kom ned i samma takt. Stegningen i realräntan efter skatt i början av 1990-talet var emellertid väsentligt mindre än den uppgång som skedde i början av 1980-talet. Eftersom den högre realräntan då inte ledde till en motsvarande bankkris talar det mesta för att inte denna faktor var en bakomliggande orsak till problemen. Berg och Galvenius [1994] har dock visat att den låga realräntan efter skatt i samband med avregleringen bidrog till den snabba kreditgivningen som följde därefter. Kreditexpansionen efter avregleringen var störst i de länder som hade en negativ realränta efter skatt.

<sup>7</sup> Se även Ingves och Lind [1996, 1997 och 1998] för en mer detaljerad redogörelse.



en generell garanti för hela banksystemet. Det var en åtgärd som oppositionen stod bakom. Denna breda politiska enighet var en av de viktigaste förutsättningarna för att det allvarliga krisförloppet kunde hävas relativt snabbt. Riksdagen tog i december samma år det formella beslutet.

Bankgarantin innebar att samtliga fordringsägare, utom aktieägarna, skyddades mot förluster. Regeringens mandat från riksdagen var inte begränsat till ett visst belopp. Regeringen fick mycket vida ramar för sitt agerande, vilket förutsatte ett nära samarbete med den politiska oppositionen i hanteringen av bankproblemen. Det var naturligtvis ett mycket besvärligt och vittgående beslut för det politiska systemet. Det involverade inte bara svåra överväganden, som bl a rörde kostnader för den offentliga sektorn, utan även frågor om risker för s k "moral hazard". Det politiska systemet kom till slutsatsen att konsekvenserna av ett omfattande fallissemang i banksystemet skulle få så stora återverkningar på landets ekonomi att garantin kunde anses motiverad. Ett sätt att begränsa moral hazard-problemen och att upprätthålla principen att aktieägarna är de som först täcker förlusterna med sitt insatta kapital, var att föra hårda förhandlingar med de banker som behövde stöd. De direkta utbetalningarna som kom att belasta statens budget uppgick till drygt 4 procent av BNP. Till detta kommer statens kostnader för denna upplåning.

En särskild myndighet, Bankstödsnämnden, upprättades för att administrera bankgarantin och för att hantera de banker som hamnade i kris och hade solvensproblem, även om det var regeringen som i slutändan fattade de avgörande besluten om vilket stöd som skulle utgå. Det blev en tydlig uppdelning av rollerna mellan den politiska nivån och olika myndigheter och mellan myndigheterna sinsemellan. Det fanns ändå ett mycket nära samarbete mellan Finansdepartementet, Bankstödsnämnden, Finansinspektionen och Riksbanken.

Bankstödsnämnden värderade de stöd-sökande bankernas tillgångar efter enhetliga kriterier. Därefter delades bankerna in i olika kategorier beroende på om de bedömdes endast ha temporära problem eller om de aldrig skulle kunna nå lönsamhet. Kunskapen om hur hanteringen borde ske byggdes upp successivt, inte minst med hjälp av personer med erfarenheter av bankproblem i andra länder.<sup>8</sup>

En viktig åtgärd för att undvika en verklig finansiell kris är att upprätthålla likviditeten i banksystemet. Det gäller att undvika att banksystemet fallerar till följd av akuta finansieringsproblem. Riksbanken bidrog med likviditet i relativt stor omfattning till normala ränte- och återbetalningsvillkor. Det krävdes inte någon säkerhet för utlåning till bankerna, vare sig "intraday" eller "overnight". Banksystemet kunde skaffa sig obegränsad likviditet genom att dra på sina konton i centralbanken. Bankgarantin gjorde att Riksbanken inte stod någon solvensrisk. För att kompensera bortfallet av utländska "credit lines" till svenska banker lånade Riksbanken även ut stora belopp i utländsk valuta under krisens mest akuta skede. På det sättet kom Riksbanken således att bli "lender of last resort" också i utländsk valuta. Det innebar dock att Riksbanken kom att ta på sig valutarisk.

Eftersom det akuta krisskedet utlöstes av finansieringssvårigheter på den internationella marknaden lades stor möda ned på att skapa transparens kring hur bankkrisen hanterades i syfte att skapa förtroende hos långivare till Sverige. Det gällde redovisningen av problemens storlek i banksektorn och vad bankgarantin innebar. Olika informationsaktiviteter runt om i världen genomfördes.

<sup>8</sup> Ingves och Lind [1996, 1997 och 1998] ger en mer utförlig beskrivning av Bankstödsnämndens arbete.

## Den akuta krisens eftervård

Det skedde en dramatisk omsvängning av det privata finansiella sparandet under de inledande åren på 1990-talet i samband med att den finansiella krisen utvecklades. Det steg från ca minus 8 procent 1990 till drygt 11 procent av BNP 1993, dvs ett omslag på nästan 20 procentenheter av BNP under en så kort tid som tre år. En hel del av denna omsvängning var sannolikt en effekt av den anpassning som solvensproblemen skapade hos den privata sektorn. När tillgångsvärden faller och skuldsättningen är hög ger det upphov till balansräkningsproblem i den privata sektorn.

Statsbudgetens automatiska stabilisatorer kan ha dämpat fallet i BNP. Följaktligen kunde företagets vinster och hushållens disponibla inkomster hållas uppe relativt väl. Men baksidan var att det svenska budgetunderskottet ökade kraftigt. Det gav i sin tur upphov till nya problem. Det skapade en ohållbar utveckling av statskulden och påverkade trovärdigheten för den ekonomiska politiken negativt, vilket diskuteras i nästa avsnitt. Giavazzi och Pagano [1996] pekar även på att det statliga budgetunderskottet kan ha varit en bidragande orsak till den fallande privatkonsumtionen. Stigande underskott leder enligt deras analys till en förväntan hos hushållen på stigande skatter i framtiden, vilket verkar återhållande på deras utgiftsbeslut. Denna analys kritiseras dock av Agell [1996].<sup>9</sup>

I november 1992 övergick Sverige från fast till flytande växelkurs och ett prisstabilitetsmål formulerades (januari 1993). Efter övergången till flytande växelkurs skedde en påtaglig depreciering av växelkursen, men eftersom de internationella långa räntorna fortsatte att falla under 1993 följde även de svenska marknadsräntorna med ned till förhållandevis låga nivåer. De monetära förhållandena fick därmed, och i takt med att Riksbanken sänkte styrräntan, en stimulerande in-

riktning. Det bidrog till att ekonomin och banksystemet stabiliserades. Lägre marknadsräntor innebar att fallet i tillgångsvärdena dämpades, räntebetalningarna på skuldbördan i privat sektor blev lättare att bära och de negativa verkningarna på det finansiella systemet mildrades.

Inriktningen av den ekonomiska politiken med stora budgetunderskott och expansiva monetära förhållanden råkade ut för ett påtagligt bakslag under våren och sommaren 1994. Inflationsförväntningarna började stiga på flera håll i ekonomin. I samband med den globala ränteuppgången våren 1994 steg svenska långa räntor betydligt mer än i andra länder, från strax under 7 procent till drygt 12 procent under loppet av bara några månader. Växelkursens försvagning fortsatte också och gick väsentligt längre än varje rimlig bedömning av nivån för den reala jämviktswäxelkursen tydde på.

Situationen krävde med andra ord en omläggning av den ekonomiska politiken – låt oss kalla det för eftervård när det akuta krisskedet i ekonomin hade bromsats upp. En sanering av statsfinanserna genomfördes, liksom en åtstramning av penningpolitiken i syfte att stabilisera inflationsförväntningarna kring prisstabilitetsmålets 2 procent.

Denna inriktning har efter hand resulterat i ökad trovärdighet för den ekonomiska politiken och lett till en mer varaktig stabilisering av den svenska ekonomin.

<sup>9</sup> Söderström [1995 och 1996] diskuterar också statsbudgetens utveckling. Han menar att priset för en mer dämpad utveckling av det statliga underskottet och statskuldens snabba ökning hade varit en sämre BNP-utveckling under krisåren. Detta synsätt har kritiserats av Henrekson och Jakobsson [1995]. Även Lachman [1994] diskuterar problemen med de svenska budgetunderskotten och varnar för den ohållbara utvecklingen.

## Den finansiella krisens inverkan på den reala ekonomin

Enligt definitionen i tidigare avsnitt på en finansiell kris uppkommer en verklig sådan om det finansiella systemet förmåga att fullgöra sin roll som kreditförmedlare rubbas eller om betalningssystemet bringas ur funktion. Det mesta talar dock för att utvecklingen i svensk ekonomi aldrig hann gå så långt. De åtgärder som vidtogs för att hantera bankkrisen gjorde att det aldrig uppstod en verklig finansiell kris. Till detta bidrog även stabiliseringen av makroekonomin. Betalningssystemet fungerade under hela krisen. Däremot talar anekdotisk information för att bankerna i enskilda fall blev restriktivare i sin kreditgivning. Några större effekter på makronivå är det dock inte troligt att detta fick.

Det har under senare gjorts många analyser av den svenska krisen under 1990-talets början. Ingen av dessa pekar, mig veterligen, på att ekonomins kreditfunktion eller betalningssystem skulle ha varit en bidragande orsak till BNP-nedgången.<sup>10</sup> Följande enkla analys illustrerar detta.

**Tabell 1 Bidrag till BNP-tillväxten mellan 1990 kvartal 2 och 1993 kvartal 2**

Procentenheter, 1991 års priser, kvartalsdata

Privat konsumtion	-2,4
Offentlig konsumtion	0,8
Bruttoinvesteringar	-6,4
Lager	-1,2
Nettoexport	3,2
BNP	-5,9

Källa: SCB

Tabell 1 visar att det främst var nedgången i privat konsumtion och bruttoinvesteringarna som bidrog till fallet i BNP. Enligt livscykelhypotesen bestäms privat konsumtion av hushållens samlade resurser under livstiden, d v s den faktiska och diskonterade förväntade inkomstutveck-

lingen. Den förväntade inkomstutvecklingen manifesteras i olika typer av tillgångsslag som utgör hushållens förmögenhet. Andras tillgångspriserna är detta en avspeglning av att värderingen av hushållens samlade resurser under livstiden ändrats och därmed påverkas den privata konsumtionen. Efter den finansiella avregleringen på 1980-talet har sambandet mellan tillgångspriser och privat konsumtion blivit tydligare.<sup>11</sup> Kapitalvinster påverkar – till viss del artificiellt – hushållens sparkvot genom att de inte inkluderas i nationalräkenskapernas definition av hushållens disponibla inkomster.

Bakom fallet i privat konsumtion ligger ett kraftigt omslag i hushållens sparande i relation till disponibelinkomsten. Sparkvoten steg med ca 20 procentenheter under några få år. Den utvecklingen kan dock relativt väl förklaras av de kapitalförluster – realiserade och orealiserade – som hushållen gjorde i samband med att tillgångspriserna föll.<sup>12</sup> Det lämnar således inte något utrymme åt tesen att bankernas kreditgivning skulle ha varit en begränsande faktor för privatkonsumtionens utveckling under dessa år.

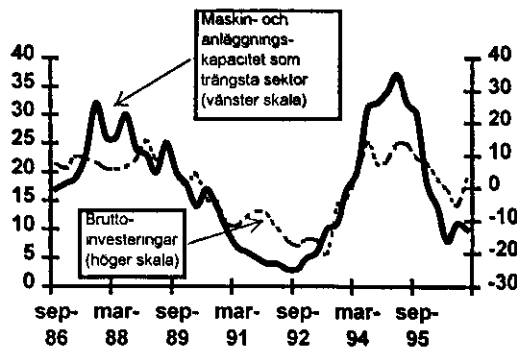
Tobin [1969] pekar på att relativpriset mellan befintligt kapital (som det återspeglas i aktiekurserna) och nytt kapital – Tobins  $q$  – spelar en väsentlig roll för företagens investeringsbeslut. Man bör alltså förvänta sig att investeringarna i ny kapitalutrustning faller när tillgångspriserna sjunker. Investeringsutvecklingen brukar även samvariera med kapacitetsutnyttjandet i ekonomin och med utvecklingen av företagens vinsterna. I takt med en stigande efterfrågan ökar kapacitetsutnyttjandet och vinsterna. Företagen bygger ut och nyinvesterar för att kunna delta fullt

<sup>10</sup> Se t ex Lindbeck [1997] och andra referenser i samma volym.

<sup>11</sup> Se t ex Berg och Bergström [1995].

<sup>12</sup> Se OECD [1994] och Berg och Bergström [1995].

Figur 2 Samband mellan kapacitetsutnyttjande och investeringar



Anm: Bruttoinvesteringar kvartalsvis i 1991 års priser, enligt nationalräkenskaperna. Årlig procentuell förändring. Som indikator på kapacitetsutnyttjandet har KI-barometern använts; andel företag som svarar att maskin- och anläggningskapacitet är den trängsta sektorn.

Källa: SCB och KI

Tabell 2 Bankernas utlåning till icke-finansiella företag

Antal anställda	31 dec 1990 mdr kr	31 dec 1993 mdr kr	procentuell förändring
-4	127,1	169,9	33,7
5 - 19	78,2	64,3	-17,8
20 - 199	85,2	67,6	-20,7
200 - 499	15,5	10,0	-35,5
500 -	39,4	25,2	-36,0
Okänt antal	118,2	55,2	-53,3
<b>Summa</b>	<b>463,6</b>	<b>392,3</b>	<b>-15,4</b>

Källa: SCB

ut i konjunkturuppgången. Vinstökningen möjliggör också att en del av investeringskostnaderna kan finansieras med eget kapital. Omvänt brukar investeringarna falla när kapacitetsutnyttjandet sjunker. Figur 2 tyder på att så också var fallet i början av 1990-talet. Det mesta talar för att det var en svag efterfrågan och de sjunkande tillgångspriserna som ledde till fallet i bruttoinvesteringarna snarare än bristande möjligheter att erhålla krediter.

Denna slutsats förstärks också vid en närmare betraktelse av kreditgivningen under den här perioden. Tabell 2 visar kreditgivningen till icke-finansiella företag mellan 31 december 1990 och 31 de-

cember 1993. Teorin om asymmetrisk information talar för att små och medelstora företag skulle beröras i första hand vid en kreditåtstramning. Någon markant nedgång i kreditgivningen just till dessa företag kan emellertid inte konstateras med ledning av Tabell 2.<sup>13</sup>

Det förefaller således som om de ekonomiska problemen i början av 1990-talet aldrig hann utvecklas till en verklig finansiell kris.

<sup>13</sup> Samma slutsats dras i SOU 1995:4 s. 163.

## Lärdomar inför framtiden

På sitt sätt är varje finansiell kris unik och har sina särskilda orsaker och sitt speciella förlopp. Det finns dock, enligt min mening, viktiga lärdomar från den svenska finansiella krisen. De kan sammanfattas i följande punkter:

### 1. Förhindra att en finansiell kris uppstår.

- I grund och botten handlar det om att bedriva en trovärdig ekonomisk politik som är inriktad på prisstabilitet. Därmed skapas förutsättningar för att den ekonomiska politiken kommer att reagera på en utveckling som riskerar att driva upp inflationen och skapa den typ av spekulativt klimat som utgör förutsättningen för en finansiell kris. Dessutom minskar risken för att överdrivna förväntningar kan byggas upp om framtida inkomstströmmar, som utgör en del i förloppet med stigande tillgångspriser.
- I efterhand kan man se att om olika indikatorer, som vanligen bildar bakgrunden till en finansiell kris, hade observerats löpande kunde det ha varit möjligt att tidigt upptäcka begynnande problem. I Marlor [1997] görs en systematisk genomgång av olika indikatorer som tillsammans indikerade ökad risk och sårbarhet för bankerna. Slutsatsen dras att de olika indikatorerna varnade om ökad systemrisk långt före det att bankproblemen blev akuta.

Det hade i sin tur kunnat påverka den finans- och penningpolitik som fördes och därmed begränsat eller rentav förhindrat den finansiella krisen i Sverige. Trots de uppenbara tecknen var det få om ens någon som i den allmänna diskussionen varnade för vad som skulle kunna inträffa. Den slutsats som Riksbanken dragit är att olika indikatorer på ett systematiskt sätt måste följas i syfte att upptäcka eventuella

tecken på potentiella finansiella problem och systemriskerna.<sup>14</sup>

- I det svenska fallet var inte tillsynsmyndigheterna förberedda på den nya miljö som en avreglerad kreditmarknad innebar. Banker kunde bevilja lån på tvivelaktiga och ibland även direkt osunda grunder under 1980-talet. Även dokumentationen av lån var bristfällig på många håll. Lärdomen blir därför att det ställs stora och nya krav på tillsynen i en avreglerad miljö. Exempel från andra länder talar emellertid för att även om tillsynen i Sverige varit utformad på ett mer ändamålsenligt sätt hade detta ändå inte kunnat förhindra den kris som sedan kom.
- I samband med en finansiell kris gäller det att vara vaksam på vilka risker som byggs in inför framtiden. Krishanteringen kan nämligen i sig så fröet till nästa finansiella kris genom sin moral hazard-effekt. Här är det framför allt risken för beteendeförändringar hos aktörerna i den privata sektorn som står i centrum. Räknar de finansiella aktörerna med att staten alltid kommer till deras hjälp när konsekvenserna av ett onödigt stort risktagande slår tillbaka, kommer det i sin tur att begränsa deras vilja att i framtiden undvika ett onödigt högt risktagande. Detta är frågor som säkerligen kommer att stå i centrum för den ekonomisk-politiska debatten framöver såväl i Sverige som utomlands. Ljungqvist [1994] framhåller att ingripande från staten i form av bankgarantier leder till högre riskexponering och större svängningar i tillgångspriserna.

<sup>14</sup>I november 1997 publicerade Riksbanken den första Finansmarknadsrapporten. Den är tänkt att komma ut regelbundet två gånger per år och syftar till att analysera och bedöma stabiliteten i den svenska finansiella systemet, se Riksbanken [1997]

Enligt Ljungqvist kan det verka som om bankkriser orsakas av fallande tillgångspriser, men den verkliga orsaken är de moral hazard-effekter som statsingripanden leder till.

## 2. Om en finansiell kris uppkommer

- Om en ekonomi drabbas av en kris är det första viktiga steget att upprätthålla likviditeten i banksystemet och att förhindra att stora delar av banksystemet fallerar. I den svenska bankkrishanteringen hade den politiska enigheten stor betydelse för förtroendet för betalningsväsendet såväl hos den svenska allmänheten som hos olika långivare till banksystemet runt om i världen. Även öppenheten kring problemen i banksektorn liksom de olika informationsinsatserna hade säkert också en positiv inverkan.
- Statsbudgetens automatiska stabilisatorer liksom stimulerande monetära förhållanden kan bidra till att mildra det depressiva förloppet i ekonomin, men det har samtidigt sina risker. Om hushållen förväntar sig att budgetunderskott kommer att leda till höjda skatter i framtiden kommer finanspolitiken i stället att påverka ekonomin negativt. Den ekonomiska politiken måste även gå en smal balansgång så att inte inflationsförväntningarna stiger, valutan faller och räntorna stiger, något som kan göra mer skada än nytta. Att helt undvika ett bakslag i den reala ekonomin när väl förutsättningarna för en finansiell kris byggts upp torde inte vara möjligt. Höga tillgångsvärden kan inte helt akkommoderas med en expansiv ekonomisk politik. Det skulle vara samma sak som att säga att en osund kreditgivning i banksystemet skall tillåtas fortsätta, något som skulle lägga grunden för en än mer allvarlig finansiell kris längre fram.

## Referenser

- Agell, J, [1996], "Comment on Francesco Giavazzi and Marco Pagano: Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Experience", Swedish Economic Policy Review, No 3.
- Berg, C, och Galvenius, M, [1994], "Tillgångsprisernas roll i ekonomin", Penning- & Valutapolitik, nr 1, Riksbanken.
- Berg, L, och Bergström, R, [1995], "Housing and Financial Wealth, Financial Deregulation and Consumption – The Swedish Case", *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol 95, no. 3.
- Bäckström, U, [1997], "What Lessons Can Be Learned from Recent Financial Crises? The Swedish Experience", Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 28–30, 1997.
- Carlsson, B, m.fl., [1979], *Teknik och industristruktur – 70-talets kris i historisk belysning*, Industriens Utredningsinstitut och Ingenjörsvetenskapsakademien. Almqvist & Wiksell förlag, Stockholm.
- Davis, E.P, [1995], *Debt Financial Fragility and Systemic Risk*, Clarendon Press: Oxford.
- Eichengreen, B, [1992], *Golden Fetters, The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939*, Oxford University Press, London.
- Feldstein, M (ed), [1991], *The Risk of Economic Crisis*, NBER Conference Report, University of Chicago Press, Chicago and London.
- Fisher, I, [1933], "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, Vol. 1, ss. 337–57.
- Friedman, M, och Schwartz A J, [1963], *A Monetary History of the United States, 1867–1960*, Princeton University Press, Princeton.
- Gertler, M. [1988], "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview", *Journal of Money Credit and Banking*, Vol. 20, Part 2.
- Giavazzi, F, och Pagano, M, [1996], "Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Changes: International Evidence and the Swedish Experience", Swedish Economic Policy Review, No 3.

- Henrekson, M och Jakobsson, U, [1995], "Skuldsocialisering som krisrecept", *Ekonomisk Debatt*, årg 23, 6.
- Ingves, S and Lind, G, [1996], "The Management of the Banking Crisis – In Retrospect", *Quarterly Review*, No. 1, Bank of Sweden.
- Ingves, S and Lind, G, [1997], "Loan Loss Recoveries and Debt Resolution Agencies: The Swedish Experience", i Enoch, C and Green, J H (ed), *Banking Soundness and Monetary Policy, Issues and Experience in the Global Economy*, International Monetary Fund.
- Ingves, S and Lind, G, [1998], "Om att hantera en bankkris", *Ekonomisk Debatt*, årg 26, nr 1.
- Kindleberger, C P, [1978], *Manias, Panics and Crashes*, MacMillan, London.
- Lachman, D, [1994], "Budget Deficits and the Public Debt – The Case for Fiscal Consolidation", i *Budgetunderskott och statskuld – Hur farliga är de?*, Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi, DS 1994:38.
- Lindbeck, A, [1997], *The Swedish Experience*, SNS, Stockholm.
- Ljungqvist, L, [1994], *Samspelet mellan den finansiella och den reala ekonomin*, bilaga 12 till Långtidsutredningen 1995, Nordstedts, Stockholm.
- Lundberg, E, [1953], *Konjunkturer och ekonomisk politik*, SNS förlag, Stockholm.
- Lundberg, E, [1983], *Ekonomiska kriser förr och nu*, SNS förlag, Stockholm.
- Marlor, F, [1997], *Macroeconomic Indicators of Systemic Risk*, Quarterly Review, No. 1, Bank of Sweden.
- Minsky, H P, [1972], "Financial Stability Revisted: The Economics of Disasteer", *Board of Directors of the Federal Reserve System, Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism*, Vol. 3. Washington, D.C.
- Mishkin, F, [1991], "Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective", i Hubbard, R.G. (ed) *Financial Markets and Financial Crises*, University of Chicago Press, Chicago.
- Mishkin, F, [1994a], "Preventing Financial crises: An International Perspective", *Working Paper No. 4636*, NBER, Cambridge
- Miskhin, F, [1994b], "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", *World Bank Annual Conference on Development Economics*, April 25–26, Washington, D.C.
- Mishkin, F, [1997], "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers", *Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium*, Jackson Hole, Wyoming, August 28–30, 1997.
- OECD [1994], *OECD Economic Surveys – Sweden*, Paris.
- Riksbanken [1997], *Finansmarknadsrapport*, november.
- SOU 1995:4, *Långtidsutredningen*, Fritzes, Stockholm
- Söderström, H T, [1995], "Realrantechock, skuldsanering och budgetunderskott", *Ekonomisk Debatt*, årg 23, nr 3.
- Söderström, H T, [1996], *Normer och ekonomisk politik*, SNS förlag, Stockholm.
- Tobin, J, [1969], "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money Credit and Banking*, February 1969.
- Thunholm, L E, [1991], *Oscar Rydbeck och hans tid*, Bokförlaget T Fischer, Stockholm.