

Bokanmälningar

*Christian Bordes,
David Currie & Hans
Tson Söderström:*

Three Assessments of Finland's Economic Crisis and Economic Policy

Finlands Bank har under lång tid publicerat läsvärda och problemfördjupande utredningar. Nyligen kom i den sk C-serien en mycket intressant studie om de senaste årens ekonomiska kris i Finland – dess förhistoria, nuläget och politikalternativ. För att få en nyanserad och av hemmapolitiken oberoende analys har Finlands Bank anlitat tre utländska ekonomer till att oberoende av varandra ge sin syn på de uppställda frågorna: en fransman, en engelsman och en svensk. Trots sina olika utsiktspunkter har de i separata rapporter kommit fram till i stort sett samstämmiga resultat. Dessa är intressanta från synpunkten att de också skulle kunna gälla svensk ekonomi, vars utveckling under senare år till synes gått i ungefär samma banor som den finska. I själva verket glömmar man vid läsningen snart nog bort att det handlar om Finland – så lika är diagnoserna och rekommendationerna som i samma ämne kunnat inhämtas från den i Sverige om svensk ekonomi förda diskussionen. Det är därför överraskande att det är Hans Tson Söderström som i viss mån avviker från det traditionella tänkandet. Avvikelse

serna gäller både synen på de finansiella mekanismerna och, i konsekvens härmed, också på politikrekommendationerna.

Avregleringarna

De tre ekonomerna ser den på avregleringen av kreditmarknaden följande kreditexpansionen som den viktigaste orsaken till överhettningen under senare hälften av 1980-talet. Mot skuldsättningen svarade för hushållens del en dramatisk nedgång i sparkvoten. Kreditexpansionen underbyggde också en snabb uppgång i aktievärden och fastighetspriser. Frisläpandet av kapitalrörelserna möjliggjorde för företagen att ta upp stora lån i utländsk valuta, vilket senare i samband med deprecieringen av den finska marken skulle komma att medföra mycket stora skuldproblem. På olika vägar blåstes det upp en stor kreditbubbla som förr eller senare måste kollapsa. Söderström framhåver särskilt den stora betydelsen som de inneboende obalanserna i den privata sektorns portföljer kom att spela för den fortsatta utvecklingen.

De i och för sig nödvändiga avregleringarna skulle, enligt de tre ekonomerna, dels ha getts en annan timing, dels ha kompletterats med ytterligare åtgärder. Valutaavregleringen borde tidigareläggas. Hushållens köpfest kunde ha modererats om man avskaffat det förmånliga skatteavdraget på låneräntorna. Banklagstiftningen och banktillsynen visade sig vara helt otillräckliga. Bankerna själva var alltför släpphänta i sin kreditgivning. Slutligen borde finanspolitiken ha stra-

mats åt för att motverka expansionen på kreditmarknaden. Till denna underlåtenhet bidrog dock en underskattning av kraften i högkonjunkturen 1987–1989 som denna bl a prognoserades av OECD.

Den följande krisen karakteriserades främst av att hushållen sökte reducera sitt stora skuldöverhäng – sparkvoten steg dramatiskt med början 1989. Bostadspri- serna sjönk, vilket var en unik händelse i Finlands ekonomiska historia i modern tid. Bostadsbyggandet sjönk ihop och bankerna började uppvisa stora förluster. (Dock inte så stora som i Sverige.) Efterfrågan trycktes också tillbaka av den åtföljande kreditåtstramningen och av en hög real ränta. Till den depressiva utvecklingen bidrog kraftigt nedgången i handeln med Sovjet från början av 1990. Bortfallet beräknas motsvara två procent av BNP.

Växelkurspolitiken

Den depressiva utvecklingen kom, enligt de tre ekonomerna, att på ett olyckligt sätt förstärkas av den förda växelkurspolitiken. Den finska marknaden apprecierades i mars 1989 när *terms of trade* hade börjat försämrats och aktie- och fastighetsvärden redan börjat falla. ECU-anknytningen i juni 1991 framstår som ännu mer orealistisk och – liksom i Sverige och Norge – som helt oöverlagd (Bordes). När kopplingen senare övergavs uppbyggades dock inte samma kostsamma försvar som i Sverige och Norge.

Liksom i Sverige har i Finland utvecklingen på 1990-talet karakteriserats av successivt stigande arbetslöshet och försämrade statsfinanser. De tre författarna är ense om att växelkursen behöver användas till att hålla uppe efterfrågan och att statsfinanserna behöver saneras för att få ned räntan. Detta är de två hörnpe- larna i den fortsatta ekonomiska politiken. Men åsikterna går isär, särskilt vad beträffar åtgärdernas utformning i tiden.

Bordes rekommenderar utgiftsreduk-

tioner och inkomstförstärkningar bl a genom privatisering. Currie anser att man bör sänka lönerna i den offentliga sektorn och höja vissa skatter. Enligt Söderström är det emellertid viktigt att man överbrygger det efterfrågebortfall som betingats av den privata sektorns försök till finansiell konsolidering. Denna process kan av flera skäl ta år i anspråk: allmän tillväxtpessimism, hög real ränta och privatekonomisk osäkerhet bl a om socialförsäkringens framtid. Överbrygningsbehovet är visserligen bara temporärt, men om det inte åtgärdas kan ekonomin komma in i en klassiskt keynesiansk depressiv spiral. En reduktion av budgetunderskottet bör därför uppskjutas tills man fått tydliga tecken till en återhämtning av produktion och sysselsättning i privata sektorn. Budgetåtstramning är inte en förutsättning utan snarare ett hinder för återhämtning. Finanspolitiken bör därför inriktas på att stabilisera den privata disponibla inkomsten, bl a genom att hålla uppe sysselsättningen i den offentliga sektorn. Kapacitetsutnyttjandet och inte statlig skuldsanering bör vara det viktigaste målet för både finans- och penningpolitiken.

Söderströms diagnos och rekommendationer kontrasterar bjärt mot de normfasta strategier för "monetär stabilitet", som han själv tidigare propagerat för. Men dessa normer har haft som mål att hindra den reala ekonomin från att störas av monetära faktorer. I en situation av *extrem real obalans och utan synbara inflationsshot* är det enligt Söderström svårt att klagöra ändamålet med en politik syftande till "monetär stabilitet". Söderström drar en intressant parallell med den stora depressionen i Förenta staterna 1929–1933. Denna beskrevs av Irving Fisher som en "debt-deflation" i styrka jämförbar bara med kriserna 1837 och 1873.

Trovärdighetsproblem

Söderström har naturligtvis helt klart för sig att hans rekommendationer drar med

sig ett mycket stort trovärdighetsproblem. Riskerna ligger i att arbetsmarknaden, finansmarknaden och utlandet kan förväntas reagera negativt på kort sikt och utan att beakta att en temporär överbrygningspolitik kan vara optimal i ett långsiktigt perspektiv. Men det finns inget riskfritt scenario. En restriktiv finans- och penningpolitik i en situation med nära tjugo procents arbetslöshet kan inte tillmätas trovärdighet i ett demokratiskt samhälle. (Bordes och Currie berör inte arbetslöshetsproblemet annat än i förbigående.)

Fördröjd statsfinansiell sanering och därav (eventuellt) orsakad bristande trovärdighet för den förda politiken kommer till uttryck i höga räntor – en implikation som Söderström berör med ganska lätt hand. Hans inställning till räntepolitiken är till synes motsägelsefull. Låga räntor skulle påskynda den privata sektorns finansiella konsolidering och stimulera investeringar i lager och fast kapital. Å andra sidan kan en segdragen räntesänkingsprocess leda till *over-shooting* av växelkursen långt bortom ett långsiktigt jämviktsläge. Vidare behövs det, enligt Söderström, som nominellt ankare ett klart formulerat monetärt trendmål för att hålla penningtillgången inom resonabla gränser. En sådan politik kan emellertid också implicera höga räntor. Men i botten ligger ändå den fråga, som Söderström gärna kunde tagit upp för att eventuellt förstärka sin argumentation: Spelar inte räntan en kraftigt överdriven roll i debatten om sambandet mellan statsfinanser och återhämtning? Här finns mycket av tro och inte så mycket av vetande. (Detta gäller även för Sverige.)

Norden ett optimalt valutaområde

Valet av växelkursregim är enligt de tre författarna en annan hörnpelare i strategin för återhämtning. På lång sikt behöver efterfrågebortfallet kompenseras med en växelkursutveckling, som ger dragkraft åt

den externa sektorn. Jämviktsläget för den reala växelkursen har av flera anledningar sjunkit jämfört med 1980-talet. *Terms of trade* har försämrats, det finns ett strukturellt underskott på bytesbalansen, handeln med Ryssland har kollapsat och det behövs utrymme för att betala av på utlandsskulden. Om detta är de tre författarna i stort sett överens. Det är över huvud taget intressant att notera den viktiga roll de tillmäter den reala växelkursens i sin analys.

Söderström visar med en elegant diagrammatisk analys hur sysselsättningen i en liten öppen ekonomi bestäms av spelet mellan den reala växelkursen och den inhemska efterfrågan. Det är emellertid av flera anledningar svårt att fixera ett mål för den reala växelkursen. Hans rekommendation är därför att den nominella växelkursen tills vidare bör flyta.

Currie hävdar att det exempel på en kreditykel, som Finland visat upp under 1980- och 1990-talet, också inneburit en cykel i jämviktsläget för den reala växelkursen. Han rekommenderar därför också att växelkursen skall flyta, så att den kan finna sitt nya jämviktsläge. Liksom Söderström presenterar Currie en kompakt formell analys av (det uthålliga) jämviktsläget för den reala växelkursen. Han intresserar sig emellertid i första hand för de specifika störningar, som kan uppkomma under en kreditykel.

Enligt Currie skulle de nordiska länderna kunna bilda ett optimalt valutaområde. Bordes är av samma åsikt. De nordiska länderna utsätts för likartade chocker och har, jämfört med andra länder, en väl integrerad arbetsmarknad. Detta gäller särskilt Finland och Sverige. Om dessa länder ömsesidigt låste sina växelkurser, skulle man också eliminera de konkurrerande devalveringar som ligger nära till hands mellan länder med likartad exportstruktur.

Alla tre författarna har ett läsvärt appendix i sina bidrag. Bordes diskuterar användningen av nominella BNP som in-

termmediärt mål. En sådan regim visar sig implicera orimligt stora variationer i den monetära basen. Curries analys av kreditmarknaden och den uthålliga reala räntan har redan nämnts. Söderström behandlar i sitt appendix utförligt frågan om hushållssektorns behov av skuldkonsolidering. Han använder olika indikatorer för balanslägen och avvikelser däriifrån. En svårighet med hans beräkningar är att han även inkluderar reala förmögenhetsvärden. Det är i princip riktigt men det är dåligt med tillförlitliga statistiska uppskattningar. Analysen konkretiserar emellertid tolkningen av konsolideringsprocessen som en portföljväxling mellan privat och offentlig sektor. Ur den synvinkeln framstår statsskuldökningen inte så alarmerande, dvs inte så länge som det inte föreligger ett sparunderskott mot utlandet.

BÖRJE KRAGH
Professor emeritus