

VAD KAN VI LÄRA AV KRASCHEN?

Vad kan vi lära av kraschen?

Bank- och fastighetskrisen
1990–1993

Red. Nils-Eric Sandberg

SNS FÖRLAG

SNS Förlag

BOX 5629

114 86 STOCKHOLM

TELEFON 08 · 507 025 00

TELEFAX 08 · 507 025 25

E-POST order@sns.se

www.sns.se

SNS – Studieförbundet Näringsliv och Samhälle – är ett fristående nätverk av ledande beslutsfattare i privat och offentlig sektor med engagemang i svensk samhällsutveckling. Syftet är att skapa underlag för rationella beslut i viktiga samhällsfrågor genom forskning och debatt.

SNS bedriver samhällsforskning med forskare från universitet och högskolor i Sverige och utlandet, ger ut böcker på eget förlag samt arrangerar konferenser, kurser och lokala medlemsmöten. SNS är en allmännyttig ideell förening som finansieras genom medlemsavgifter, forskningsanslag, bokförsäljning och konferensavgifter samt genom årsavgifter från företag, myndigheter och organisationer.

Vad kan vi lära av kraschen?

Bank- och fastighetskrisen 1990–1993

Nils-Eric Sandberg (red.)

Första upplagan, första tryckningen

© 2005 Författarna och SNS Förlag

OMSLAG OCH GRAFISK FORM Sture Balgård

ILLUSTRATIONER Ulf Bengtsson

TRYCK WS Bookwell, Finland 2005

ISBN 91-85355-27-5

Innehåll

Förord	7
Konsten att skapa en finanskris <i>Nils-Eric Sandberg</i>	11
Hade 1990-talskrisen kunnat undvikas? <i>Hans Tson Söderström</i>	33
Kreditavregleringen och den ekonomisk-politiska miljön <i>Erik Åsbrink</i>	73
1990-talets fastighets- och bankkris – bankperspektivet <i>Karl-Henrik Pettersson</i>	107
Fastighetsvärderingar före, under och efter bankkrisen <i>Stellan Lundström</i>	189
Reinhold Gustafsson: »Detta kan vi lära av fastighetskrisen« <i>Ronald Fagerfjäll</i>	213
Kalendarium 1873–1994. Viktiga händelser som påverkade kredit- och valutapolitiken <i>Nils-Eric Sandberg</i>	217
Författarna	229

Förord

Åren 1990–1993 drabbades Sverige av den värsta finanskrisen sedan 1921. BNP föll tre år i rad, med totalt 6 procent. Det var värre än under andra världskriget. Vi fick chockräntor, rader av konkurser och banksystemet gjorde enorma förluster.

Det finns redan en mängd litteratur om krisen, så varför skriver vi en ny bok om detta? För det första vill vi påminna om det drama som utspelades i Sverige åren 1990–1993. De som nu alltjämt är unga har kanske inget minne av att Riksbanken höjde sin styrränta till 500 procent. Först finansbolag, med Nyckeln som början, sedan fastighetsbolag gick omkull. Förlusterna gick i en kedjereaktion till slutstationen, bankerna. Kreditförlusterna blev totalt 175 miljarder kronor. Staten ställde ut garanti för hela banksystemet – en garanti på cirka 1 500 miljarder kronor.

För det andra vill vi visa att finanskrisen drevs fram av en rad faktorer. Kreditmarknadens avreglering, skatteomläggningen, hög belåning – särskilt via finansbolagen, som refinansierade sig i bankerna – och sedan en unik realräntechock.

Avregleringen av kreditmarknaden, och skatteomläggningen, har utpekats som orsakerna till finanskrisen. Vi ser detta som en förenkling. De analyser som ligger bakom den här boken tyder på att krisen var mångfacetterad och att en mängd olika faktorer samverkade.

Boken disponeras enligt följande:

I det inledande kapitlet erinrar jag om den kris 1917–1922 som i mycket påminner om den kris vi genomgick 1990–1993; den

ekonomiska historien upprepade sig. Jag försöker också visa att krisen 1991 grundlades av den ekonomiska politik och de fackliga strategier som dominerade från 1971.

Kom krisen helt oväntat? Mycket tyder på det. Men *Hans Tson Söderström*, tidigare vd för SNS och nu adjungerad professor på Handelshögskolan, anser att några varningssignaler fanns. Han granskar den ekonomiska debatten med en kontrafaktisk ansats: Vad kunde ha hänt om vi hade gjort annorlunda?

Erik Åsbrink, före detta statssekreterare och finansminister, beskriver hur den ekonomiska politiken lades upp på 1980-talet. Han analyserar också den politiska bakgrunden till kreditmarknadens avreglering och skatteomläggningen.

Karl-Henrik Pettersson, före detta vd i Första Sparbanken, har sett krisförloppet inifrån. Han visar i sitt kapitel hur de anställda i bankerna agerade och reagerade. Och hans huvudsynpunkt är att bankerna, efter flera decennier i hård reglering, inte hade utvecklat någon riskkultur. De hade inte någon beredskap att möta den chock som kom efter 1990. De som arbetade i banksystemet var inte förberedda på den kombination av fri marknad (från 1985) och räntechock (från 1990) som skulle komma.

Fallet i fastighetspriserna var en huvudfaktor bakom krisen. *Stellan Lundström*, professor i fastighetsekonomi vid KTH, visar hur modellerna för fastighetsvärdering utvecklades.

Reinhold Gustafsson är en av dem som drabbades hårt av finanskrisen. Det fastighetsföretag han omsorgsfullt byggt upp sattes i konkurs, tre år efter det att han börjat köpa tillbaka företaget från börsen. Hans revisorer ansåg att detta återköp var nödvändigt, i annat fall skulle staten via kombinationen av reavinstskatt och arvsskatt konfiskera hans livsverk. Reinhold Gustafsson intervjuas av *Ronald Fagerfjäll*, ekonomijournalist med industrihistoria som specialitet.

Boken handlar om en dramatisk period i svensk ekonomisk historia som både de som studerar ekonomi och de som arbetar i banker och fastighetsbolag kanske behöver påminnas om.

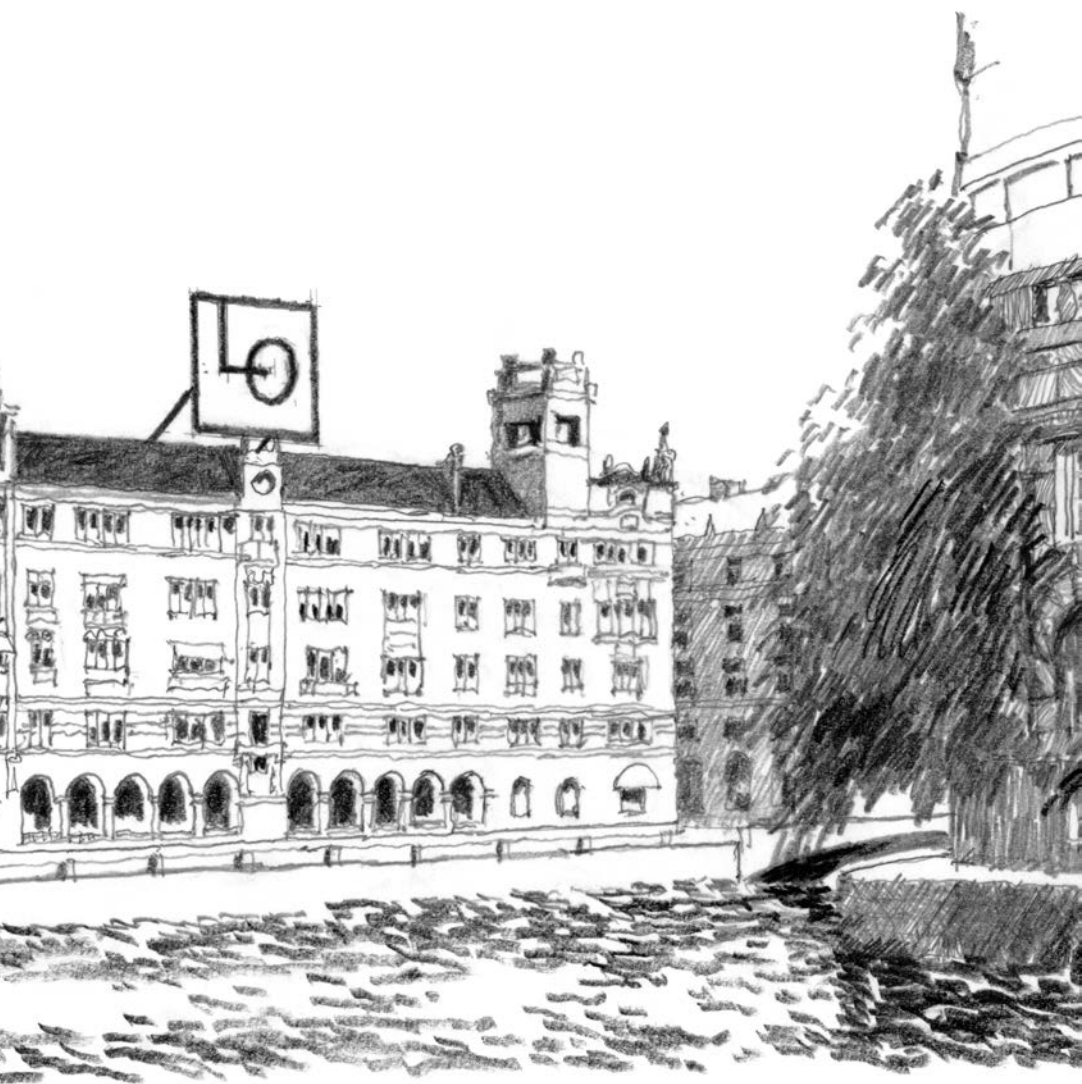
Redaktionskommitté för boken har varit: Reinhold Gustafsson, byggmästare, Lennart Högström, civilekonom, f.d. IVA, Karl-Erik Synnemar, f.d. chefredaktör Byggindustrin, Nils-Eric Sandberg,

Förord

f. d. ledarskribent Dagens Nyheter. Idégivare och sponsor till boken är Reinhold Gustafsson som därmed också vill manifesteras sina 50 år som Stockholmsbyggare.

Kristianstad i november 2005

Nils-Eric Sandberg



FOLKETS HUS.

Konsten att skapa en finanskris

Vi minns hur det var. Räntorna steg mot himlen, vilket för många blev en katastrof. Från hösten 1989 till våren 1990 steg räntan på ett vanligt banklån från 12 till 18 procent. Det är en uppgång med 50 procent.

Mot sommaren sjönk räntorna något, men sedan kom en ny uppgång. Räntor på 15–20 procent tog ett finansiellt struhtag på hushåll och företag. Effekten förvärrades av att ränteavdragen reducerades från 1990, och av att inflationstakten 1990–1992 sjönk från 10,4 till 2,6 procent. Därmed försvann den automatiska skuldavskrivningsmekanism som i decennier gynnat låntagare, och räknats in i alla investeringskalkyler. För första gången på sjuttio år fick den svenska ekonomin en realränta som, beroende på företagets prisutveckling, låg i intervallet 10–20 procent. Hushåll som lånat till bostadsköpet till rörlig ränta, eller fick lånen omsatta, fick plötsligt en 50-procentig ökning av räntekostnaderna. Eller mer – de som omsatte sina lån hösten 1992 fick en rörlig ränta på 24 procent.

Företag med hög lånefinansiering fick motsvarande smäll. Anta att ett företag lånat en miljard mot 10 procent, 1989. Så steg räntan plötsligt till 15 procent. Det innebär en icke kalkylerad höjning av kapitalkostnaderna med 50 procent. Och det räcker för att knäcka vilken investeringskalkyl som helst.

Fastighetspriserna steg markant under slutet av 1980-talet. Många högbelånade fastighetsinvesteringar baserades på förväntningar att priserna skulle fortsätta stiga. Men när hyresintäkterna inte längre steg i takt med räntorna gick högbelånade fastighetsbo-

lag omkull. Fastighetsbolagen var ofta belånade hos finansbolagen, och när de inte kunde betala sina räntor gick även finansbolagen omkull. Och finansbolagen finansierade sin utlåning med upplåning i bankerna. Krisen utlöste en kedjereaktion, med bankerna som sista station och det kostade banksystemet 175 miljarder kronor.

Krisen 1991–1993 var den värsta som drabbat svensk ekonomi sedan 1920–1921. Frågan är vilka mekanismer som låg bakom? Och vad vi i så fall kan göra för att förhindra en upprepning.

Den finansiella krisen fick våldsamma följder. Bostadsbyggandet föll 1990–1993, mätt i antal bostäder, från 60 600 till 10 500 per år. Det är ett fall med 83 procent.

Från 1990 fick vi en rad konkurser, arbetslösheten steg, bankerna gjorde enorma förluster och finansbolagen gick omkull. Staten räddade sin egen bank, Nordbanken, genom att köpa ut de privata ägarna, och sätta in ett nytt kapital om 24 miljarder kronor. Sedan tog staten in Gota Bank, som var konkursmässig.

1917–1921 i repris

Det ekonomiska förloppet från slutet av 1980-talet till början av 1990-talet är en kuslig parallell till vad som hände åren 1917–1921. Då hade vi nästan samma historia.

Sverige var neutralt under första världskriget. Men företagen handlade med de krigförande länderna – som med tiden betalade alltmer för strategiska varor. Vinsterna på handeln slog igenom på aktiebörsen. Priserna gick upp, kurserna steg. Under de fem åren 1915–1919 låg inflationstakten på i genomsnitt 22,4 procent per år. Lönerna följde med – de ökade med drygt 25 procent per år 1917–1920. Räntorna följde däremot inte med. Realräntorna blev alltså negativa – 1917 blev realräntan minus 25 procent. Alltså blev det extremt lönsamt att låna till aktieköp och det gjorde många också.

Företag som ville ut på börsen för att dra in pengar använde emissionsbolagen som var den tidens finansbolag. De finansierade emissioner, och refinansierade sig i bankerna.

En lysande skönlitterär skildring av denna finansiella Sturm und Drang-period finns i Fritiof Nilsson Piratens novell »Millionären«. Den handlar om Oscar G. Jönsson, som tjänade väl en kvarts

miljard i dagens penningvärde, men som gick i konkurs och dog utblottad. »Fallissemangt skakade flera penninginstitut.«

Så kom stilleståndet den 11 november 1918, och Versaillesfreden 1919. Den lönsamma exporten till de krigförande länderna gick ned och många företag förlorade en del av sina marknader. Samtidigt höjde Riksbanken räntan.

Sverige hade likt en rad andra länder gått med i guldmyntfoten på 1870-talet. Det svenska inträdet kom 1873. Och det gick bra. Som mest var 32 industriländer med i guldmyntfoten. Den innebar att valutorna var kopplade till priset på guld. Därmed fungerade guldmyntfoten som en gemensam valuta. Och penningmängden var kopplad till tillgången på guld. Här låg alltså en effektiv spärr mot statlig inflationsdrivande finansiering via sedelpressarna.

Under perioden 1870–1914 ökade handeln och utlandsinvesteringarna. Så kom 1914. Nästan alla länder övergav guldmyntfoten, ty kriget kostade pengar. Och alla regeringar behövde trycka mer pengar för att finansiera krigets ansträngningar. Följden av detta blev givetvis inflation.

I Sverige, liksom i flera andra länder, talade den nationalekonomiska visdomen för en återgång till guldmyntfoten efter krigsslutet. Detta innebar att prisnivån i princip skulle pressas ned till 1914 års nivå. Med tanke på inflationstakten under krigsåren förutsatte detta en våldsamt restriktiv penningpolitik för att skapa en nödvändig deflation.

Den skärptes extra av att riksbankschefen, Viktor Moll, som så många andra trodde på tysk seger i första världskriget. Han placerade valutareserven i tyska statsobligationer och Reichsmark. De blev inte mycket värda efter Versaillesfreden och därför höjde han räntan för att begränsa förlusten.¹

Åren 1920–1921 sammanföll alltså en restriktiv penningpolitik med en kraftig konjunkturnedgång och följderna blev den värsta ekonomiska kris vi haft i modern tid.

Realräntan steg, 1920–1924 låg den på i snitt 15 procent och 1921 gick den upp till 31 procent. Detta ska jämföras med efterkrigstidens realränta, tiden 1950–1989, som efter skatt pendlade runt nollstrecket. En huvudorsak var de statliga regleringarna av räntorna.

Industriproduktionen föll med 25 procent och levnadskostnads-

index med drygt 30 procent 1920–1921. (Prisfallet är en huvudförklaring till den extrema och snabba uppgången i realräntan.) Lönerna föll i samma takt, 35 procent under 18 månader. Dock inte lika snabbt som prisnivån, vilket medförde en uppgång i reallönen och därmed arbetslösheten.

Förloppet 1917–1921 påminner om perioden 1985–1992. Samma bakgrund: kraftig inflation; ökad belåning; lånefinansierade investeringar i aktier och fastigheter; sedan en våldsam ökning av realräntorna; rader av konkurser; fall i sysselsättningen och BNP. BNP steg 1920 med 13,8 procent. Sedan föll BNP 1921–1922 med totalt 17,2 procent. Siffrorna är inte helt jämförbara med dagens BNP-statistik, eftersom en större del av det totala arbetet på 1920-talet låg utanför penningekonomin, och därmed inte registrerades i nationalräkenskaperna.

Men parallellen mellan 1920-talet och 1990-talet kan dras längre. Åren 1991–1993 föll BNP tre år i rad. Det har inte hänt tidigare, under den tid vi har tillförlitlig statistik på BNP.

Efter krisen på 1990-talet återhämtade sig ekonomin långsamt, men inte helt. En halv miljon industriarbeten försvann och av dem har bara en mindre del återgenererats. Men på 1920-talet svängde ekonomin snabbt och efter bottennappet 1921 kom en snabb uppgång. Åren 1923–1925 växte BNP med 8,5 procent per år. 1920-talets ekonomi hade inte dagens skyddssystem, med arbetsrättslagar, a-kassa, förtidspensionering etc. Men den hade tydligen en högre flexibilitet än dagens ekonomi. Men som framgår av en uppsats i *Ekonomisk Debatt* av Klas Fregert så fick Sverige en hög och bestående arbetslöshet efter krisen – liksom efter krisen 1991–1993.

Förhistorien

Den vanligaste huvudfaktorn i en finanskris är hög belåning. När något händer stiger räntorna, och/eller tillgångarna faller i värde. Ju högre belåningsgrad, desto mer av förlusterna når via en kedjereaktion slutstationen, det vill säga banksystemet.

Kriserna kommer snabbt – eller rättare utlöses snabbt, detta ingår i bilden. I debatten efter vad som hände i början av 1990-talet frågade många varför inga i bankvärlden, eller Riksbanken, eller regeringen, eller fackekonomerna, såg vad som höll på att hända.

Om någon eller några i tid hade haft den insikten skulle informationen ha spritt sig, omgående diskonterats i beslut om utlåning, investering etc. – och därmed hade krisen fått helt andra dimensioner.

Ibland har kriserna en lång förhistoria. Detta gäller enligt min mening särskilt det som hände från 1990.

Debatten har många gånger pekat på att avregleringen av kreditmarknaden (1985) kom före skatteomläggningen (1991). Här skulle finnas en bidragande orsak till krisen. Ty avregleringen ledde till en kreditexpansion. Hushållen var inte räntekänsliga, eftersom reduceringen av ränteavdragen till 30 procent kom först med skatteomläggningen 1990.

Frågan är om det här resonemanget är helt relevant. För det första: avdragsrätten begränsades redan 1982, då uppgörelsen från april 1981 («den underbara natten») mellan Rolf Wirtén och Kjell-Olof Feldt trädde i kraft. Oavsett marginalskatt blev avdragsrätten högst 50 procent.

För det andra: nästan alla bostadsrättsföreningar som bildades 1985–1993 fick betalningsproblem; de löstes vanligen genom ackord, vilket främst drabbade det statliga SBAB. Men huvuddelen av konkurserna drabbade företag och företagare, inte andra enskilda hushåll.

Att de som beställde hus – det vill säga byggherrar till hyreshus och bostadsrättsföreningar – lånade mycket är inte konstigt. Det var en naturlig följd av det offentliga subventions- och finansieringssystemet. Bostadsrättsföreningar fick i princip låna till 99 procent av godkända produktionskostnader. Den subventionerade räntan var i genomsnitt 3 procent, jämfört med marknadsräntan som låg på cirka 12 procent.

Att de enskilda hushållen försökte låna var inte heller konstigt. Utlåningen hade i decennier varit strängt reglerad; de som ville låna hänvisades ofta till finansbolag som tog mycket höga räntor. Det fanns alltså en uppdämd kreditefterfrågan. Genom att slopa regleringarna, i november 1985, öppnade staten dörren till bankerna och låntagarna strömmade in.

Men huvudorsaken till konkurserna och kreditförlusterna låg, enligt min mening, inte i någon kreditfinansierad köpfest för hushållen. Utan den låg i den realräntechock som drabbade ekonomin.

Min hypotes är att de ekonomiska processer som ledde fram till realräntechocken startade drygt tjugo år tidigare – 1971. Då höjde regeringen en rad direkta och indirekta skatter. Progressionen i skatteskalan skärptes kraftigt. En löneökning förde alltså upp inkomsterna i högre skattesikt.

Åren 1973–1974 kom den första oljeprishöjningen. Priset på olja fyrdubblades. Följden blev snart att inflationstakten steg – på tre år från 6 till drygt 10 procent. I ett stort glesbefolkat land som Sverige finns ju en betydande transportkostnadskomponent i nästan alla varor och många privata tjänster. Löneökningarna följde med, och accelererade, till bortåt 15 procent per år. Löntagarorganisationerna försökte sannolikt kompensera sig för de stigande marginalsatserna. Samtidigt höjde riksdagen arbetsgivaravgifterna (som i praktiken främst var en extra skatt på lönesumman innan lönerna betalades ut). Avgifterna höjdes 1971–1976 med 137 procent. Åren 1971–1976 steg de totala lönekostnaderna för genomsnittet av industriarbetarna med 119 procent. Reallönen efter skatt steg med 19 procent.

Om vi förlänger perspektivet: åren 1971–1982 steg den totala arbetskraftskostnaden för en genomsnittlig industriarbetare med 268 procent, medan reallönen efter skatt steg med 6 procent.

Man kan tolka detta som att löntagarorganisationerna försökte övervältra effekterna av inflation och stigande marginalsatser på företagen. De var mycket framgångsrika i detta. Men resultatet blev inte nämnvärt ökad reallön, vilket bidrog till att skärpa lönekraven.

Industrin klarade inte denna extrema kostnadsinflation. I mars 1973 hade Sverige gått med som »associerad medlem« i EEC-ländernas valutasamarbete, kallat »ormen«. Det innebar att den svenska valutan inte fick avvika mer än 2,25 procent, upp eller ned, från den tyska D-marken. Och D-marken var då Europas starkaste valuta. Alltså kunde den svenska industrins *unit labour cost*, det vill säga arbetskraftskostnad per producerad enhet, inte stiga mer än konkurrentländernas, främst dåvarande Västtysklands.

De svenska exportföretagen arbetade i internationell konkurrens. Världsmarknaden satte priserna och varje försök att höja priserna ledde till förlust av marknadsandelar. För företagen återstod endast att se vinsterna försvinna, och att hårdrationalisera.

Devalveringar grävde graven

Regeringarna – alla regeringar – reagerade inte med den ekonomiskt logiska lösningen att sänka löneskatterna. De devalverade i stället, fem gånger under åren 1973–1982:

1973:	5 procent
1976:	3 procent
1977:	10 procent
1981:	10 procent
1982:	16 procent

Samtidigt med devalveringen i augusti 1977 lämnade Sverige valutasarbetet. Men det hjälpte inte. Lönekostnaderna relativt omvärlden fortsatte att stiga och underskottet i bytesbalansen ökade. År 1981 genomförde den borgerliga regeringen en ny devalvering, med ytterligare 10 procent.

Så kom regeringsskiftet i september 1982. Socialdemokraterna vann valet efter en valrörelse där de ställde ut generösa löften om bland annat höjda reallöner, höjda utgifter och höjda bidrag. Den stora frågan var hur allt detta skulle finansieras. Den andra oljepris-höjningen 1979, som fördubblade oljepriset från 18 till 36 dollar per fat, hade drivit upp inflationstakten och ökat underskottet i bytesbalansen. Den socialdemokratiska lösningen blev en ny devalvering. Från början hade partiledningen bestämt att devalvera med 20 procent. Efter påtryckningar från Finland – som hade mycket att förlora i konkurrensvillkor för skogsindustrin – backade den blivande socialdemokratiska regeringen till 16 procent.

Denna serie av devalveringar måste ha gett ett tydligt besked till alla långgivare, inom och utom landet: om Sverige hamnar i en ny kostnadskris kommer en ny devalvering. Det skapade starka devalveringsförväntningar som aldrig försvann ur systemet.

Syftet med en devalvering är att sänka kostnaderna och öka lönsamheten i den konkurrensutsatta sektorn, K-sektorn. Just i Sverige är detta en politiskt svår operation. Ty devalveringen höjer priserna på importen. I Sverige har en effektiv skatte- och lönehöjningspolitik slagit ut huvuddelen av konsumtionsvaruindustrin.

Därmed tillgodoses konsumtionen främst av importen – särskilt på marginalen.

Men en effektiv eftervård av devalveringen förutsätter att konsumenterna inte via löneförhandlingar försöker övervältra kostnadsökningen på företagen. Devalveringen ska ändra prisrelationerna mellan import och export så att importen faller och exporten ökar. Slutresultatet ska bli att underskottet i bytesbalansen elimineras, eller åtminstone minskar. Men detta förutsätter att den konkurrensutsatta industrin får behålla en ökad lönsamhet, och helst kan bygga ut via investeringar.

Devalveringen 1982 skulle bli den definitiva devalveringen, den sista och den offensiva som skulle ge Sverige en sådan lönsamhet i industrin och ett sådant överskott i bytesbalansen att ingen mer devalvering skulle behövas. Långivarna i utlandet skulle känna sig trygga – åtminstone på den här punkten.

Men det blev inte resultatet av vare sig de fyra borgerliga devalveringarna eller den socialdemokratiska. BNP-ökningen bestod 1985–1988 till mer än 100 procent av ökad privat och offentlig konsumtion. Nettoexporten föll. Och kostnadsökningarna inom industrin relativt omvärlden ökade mot slutet av 1980-talet.

Denna serie av i huvudsak misslyckade devalveringar måste ha gett ett tydligt besked till alla långgivare, inom och utom landet: När Sverige hamnar i en ny kostnadskris kommer en ny devalvering. Alla långgivare ville då gardera sig genom att kräva en riskpremie i räntan, som kompensation för risken att en ny devalvering skulle sänka värdet av valutan, och av lånen.

Inflationstakten accelererade mot slutet av 1980-talet. Samtal med chefsekonomer i de stora bankerna gav mig intrycket att åtskilliga styrelser i storföretagen räknade med en ny devalvering. Den informationen måste ha blivit allmän både inom och utom landet.

År 1989 avskaffade Sverige de sista resterna av valutaregleringen. Den hade införts i september 1939, som krisåtgärd inför andra världskriget. Valutaregleringen bevarades, trots att kriget i övriga avseenden avslutades.

Motiven för att behålla valutaregleringen var, vad jag förstår, inte bara ekonomiska, utan också, eller främst, ideologiska. Om kapital fick gå fritt över gränserna skulle regeringen få mindre möj-

ligheter att kontrollera företagens investeringar, och risken för kapitalflykt till länder med lägre kapitalskatter skulle öka.

Beslutet att slopa valutaregleringen var det sista logiska steget i avregleringen av kapitalmarknaderna. Men eftersom Sverige hade en stor utlandsskuld bestämdes därmed de svenska räntorna i sista hand av omvärldens förväntningar på svensk ekonomi. Och de förväntningarna tycks ha styrts av risken för en ny devalvering. En devalvering skulle ju minska utlandslånens värde. Och långivarna ville kompensera den risken via högre räntor.

Räntorna steg snabbt till nivåer som blev ruinerande för både hushåll och företag. Ett hushåll som hade finansierat köp av villa eller investering i företag med lån till 10 procents ränta fick en helt oväntad ökning av kapitalkostnaderna med 50 procent då räntan snart hamnade på 15 procent. Det kan nästintill ruinera ett ordinarie hushåll, och absorbera mycket av den inkomst som annars skulle ha gått till konsumtion. I räntestegringen ligger en huvudförklaring till att hushållens efterfrågan sjönk.

Enligt min hypotes – som ger en delförklaring till krisen – var de här höga räntorna en reflex av de devalveringsförväntningar som Sveriges devalveringshistoria skapat. Alltså en följd av den process med extrema skattehöjningar och extrema kostnadshöjningar för företagen som startade 1971.

490 procent för mycket

Riksbankens strategi var att försöka bryta de devalveringsförväntningar som drev upp räntorna – både de nominella och reala. Den 10 april 1992 höjde Riksbanken sin styrränta – det vill säga räntan för lån till banksystemet – från 16 till 75 procent. Några dagar senare sänkte Riksbanken styrräntan till 20 procent, men det hjälpte inte. Den 17 september höjde Riksbanken räntan till 500 procent.

Från 21 september sänkte Riksbanken successivt sin styrränta. Men den 19 november forsade valutan ut ur landet. Tidigt på eftermiddagen släppte Riksbanken kronkursen och lät valutan flyta.

Vad jag förstår förlorade Riksbanken sin kamp när den höjde styrräntan till 75 procent. Detta måste ha sänt en klar signal till alla långivare och placerare: en ränta på 75 procent är direkt mördande för en ekonomi. En växelkurs som måste försvaras med en sådan

ränta är därmed ohållbar och alltså måste alla utsatta försvara sig genom att ta hem sina pengar innan devalveringen eller deprecieringen kommer.

Realräntechocken

Åren 1990–1992 föll inflationstakten från 10,4 till 2,6 procent. Det bidrog till den ekonomiska chocken.

Missförstå mig inte. Jag ser inte inflation som något gott. Tvärtom – den eroderar besparingar som finns i nominella värden, som bank och obligationer, om den nominella räntan inte tillåts följa inflationen. Regleringen av räntan höll den nominella räntan under marknadsräntan, vilket bidrog till att det blev snedvridningar. Och, lika allvarligt: relativpriserändringar – det vill säga ändringar i priser på produkter och tjänster som kan vara utbytbara – är ett signalsystem som informerar alla i ekonomin om var rationaliseringar och vinster finns. Inflationen, i synnerhet om den är hög och variabel och svår att förvänta – och som är en allmän prisstegring – maskerar relativpriserändringarna, snedvrider signalsystemet och sänker därmed effektiviteten i ekonomin.

Men inflationen hade fungerat som skuldavskrivningsmekanism i drygt 40 år på grund av att regleringen av räntan låg långt under en potentiell marknadsränta. Det vill säga: inflationen som sådan skriver inte av några skulder. Ty lån och därmed räntor tas och betalas i nominella termer, de är alltså inte justerade för inflation. Och om löner och fastighetspriser stiger i takt med inflationen – vilket var vanligt – så reduceras realvärdet av räntekostnader som andel av inkomsten. Samma gäller realvärdet av skulder som andel av fastighetsvärdet.

Om löner och fastighetspriser stiger med 7,5 procent per år halveras räntekostnader och skulder på 10 år. Om löner och priser stiger med 10 procent per år halveras räntekostnader och skulder på 7 år. Denna skuldavskrivningsmekanism hade fungerat sedan början av 1950-talet, och sannolikt med tiden diskonterats i alla investeringskalkyler. Det var riskfritt att köpa en dyr fastighet och binda upp sig för en ränta som låg under jämviktsräntan – om man bara höll ut i tio år var bördorna halverade, och livet 50 procent lättare.

Men 1990–1992 föll inflationstakten från 10,4 till 2,6 procent

och inflationen har inte kommit tillbaka. En huvudorsak var förmodligen att räntorna stigit kraftigt sedan början av 1990. De drog köpkraft ur hushållen och eliminerade företagens möjlighet att höja priserna.

I och med att inflationen försvann steg realräntorna. Och detta är huvudbegreppet i mitt resonemang. Med den vanliga definitionen är realräntan lika med nominella räntan minus inflationen, mätt som höjningen av KPI. Det stämmer som en grov generalisering. Men KPI är ett genomsnitt som inte speglar alla prisförändringar på olika varor och tjänster. Anta att räntan är 15 procent och inflationstakten 10. Då blir realräntan med det konventionella måttet 5 procent. Men om en företagare inte kan höja sina priser alls, får han en realränta på 15 procent.

Sedan slutet av 1930-talet har realräntan pendlat runt nollstrecket och ofta varit negativ, efter skatt. Sannolikt har alla vant sig vid denna realränta och det betyder att höga nominella räntor i stort sett eliminerats av inflation och skatteavdrag.

Så kom realräntechocken. Nominella räntor steg till 16, 18 och 20 procent, medan inflationen låg på drygt 2 procent. Sådana realräntor är helt förödande för hushåll och företag. Räntekostnaderna steg, medan inkomsterna låg stilla.

Vad jag förstår var denna realräntechock en huvudorsak till krisen 1990 och framåt. Alla låntagare inklusive fastighetsägare med lån fick en kraftig kostnadsökning – men de kunde inte kompensera sig med att öka intäkterna i motsvarande mån.

Riksbankens moment 22

Vad gjorde Riksbanken och vad kunde Riksbanken göra för att bromsa dessa realräntor?

Svaret ligger i en komplicerad relation mellan de variabler Riksbanken kan kontrollera. Riksbanken har tre variabler att spela med: penningmängden (som styr inflationstakten), räntan och växelkursen.

Anta att Riksbanken väljer att kontrollera penningmängden, så att den ökar i en viss takt. Då anpassas räntan efter detta: hård styrning av penningmängden ger låg ränta, större ökning av penningmängden ger högre ränta. (Detta beror på att penningmängden styr

inflationstakten, och räntan anpassas i princip efter inflationen. Låg inflationstakt – låg ränta; hög inflationstakt – hög ränta.)

Anta att Riksbanken väljer att kontrollera räntan. Låg ränta tenderar att hålla nere penningmängdens ökning, och omvänt.

Anta att Riksbanken i stället väljer att styra växelkursen. Beroende på hur omvärldens växelkurser förändras ger denna styrning skilda utslag i räntor och inflationstakt.

Slutsatsen blir att Riksbanken av dessa tre variabler kan kontrollera endast en. Värdet på den variabel Riksbanken kontrollerar påverkar de två andra variablerna. Detta är givetvis inte bara Riksbankens dilemma; alla centralbanker möter samma problem – de har tre variabler, men kan kontrollera bara en. Att många centralbanker försöker kontrollera alla tre ändrar inte på detta ekonomiska faktum.

Riksbanken valde, fram till 19 november 1992, att styra växelkursen, den skulle ligga fast. Därför blev räntorna de de blev. Ju större misstro mot växelkursen, desto högre räntor.

Tre sorters kapital

Den ekonomiska debatten rymmer många resonemang om bubblor. Den vanliga definitionen på en fastighetsbubbla är att priset på fastigheten stiger, belåningen följer efter – och så överstiger räntekostnaderna de underliggande hyresintäkterna. Om fastighetsägaren inte kan skaka fram extra pengar ur egen ficka blir det konkurs.

En rad konkurser under början av 1990-talet följde detta mönster – och huvudorsaken låg då i att realräntan steg. Men fastigheten förändrades inte med konkursen. Husen stod kvar, med oförändrad kvalitet. Det som hade förändrats var kvoten mellan intäkter och utgifter.

Den intressanta frågan är hur detta påverkade fastighetens värde, i ett längre perspektiv – med tanke på att fastigheten kan stå i femtio år till, och generera intäkter.

Krisen drevs fram delvis av att ett antal fastighetsbolag inte klarade sina chockräntor. Fastighetsvärdena föll – just då. Och den österrikiska skolan säger att värdet på ett kapital kan fastställas först när någon betalar ett pris. Kapital har alltså inget värde i sig.

Men man kan sätta in värdena – eller värderingsmodellerna i ett större perspektiv och där vill jag skilja mellan tre slags kapital.

För det första *kunskapskapitalet*. Med det menas de kunskaper som ägare och anställda i ett företag har. Det kapitalet är extremt rörligt. De högutbildade anställda kan vilken vecka som helst lämna företaget – och ta med sig de kunskapsinvesteringar de fått. Detta kapital är alltså extremt osäkert. Det kan inte belånas – vilken IT-företagare går till banken och säger att han vill in-teckna tre riktigt styva civilingenjörer?

Därmed har omvärlden – det vill säga kreditmarknaden och aktie-marknaden – mycket svårt att sätta något värde på sådana företag.

För det andra *maskinkapitalet*. I företag med gammal teknik har maskiner ibland ett långt värde. Men den ekonomiska livslängden bestäms av den tekniska utvecklingen. Datorer, till exempel, har en mycket kortare ekonomisk livslängd än teknisk.

Slutsatsen blir att värderingen av maskinkapitalets värde blir mycket svår. Den måste väga in aspekter som skillnaden mellan teknisk och ekonomisk livslängd etc. Men en avgörande skillnad från kunskapskapitalet är att maskinerna tillhör ägaren, de stannar kvar inom företaget och ingen kan ta dem med sig när han byter jobb.

Och för det tredje, *fastighetskapitalet*, som är extremt uthålligt. Med kontinuerligt underhåll och rejäl ombyggnad kan det fungera i ett sekel. Inom en fastighet kan genom decennierna olika aktiviteter avlösa varandra. Så tvärtemot vad den konventionella visdomen säger är fastighetskapitalet en grund för flexibilitet.

Fastighetens löpande kostnader kan variera, främst med räntan på belåningen. Men denna löpande kapitalkostnad varierar temporärt, och kan inte avspegla fastighetens långsiktiga värde, i termer av den avkastning fastigheten genererar.

Debatten om kapitalvärden och räntans effekter på kapitalvärden måste alltså börja med den distinktion jag gör ovan: mellan kunskapskapital, maskinkapital, och fastighetskapital. Skillnaderna mellan de två första kategorierna kanske minskar; men båda håller stort avstånd till kategori tre, fastighetskapitalet.

Vi har en finansiell illustration till detta. En tid efter det att räntorna föll, efter deprecieringen av kronan den 19 november 1992, började fastighetspriserna stiga. Bankerna tog in fastigheter i pant, och låg på dem en tid – och sålde dem sedan vidare.

Strax efter det att Riksbanken släppt kronkursen gick räntorna

ned. Efter en tid steg fastighetspriserna. Om bankerna sett till fastighetskapitalets långsiktiga värde kunde de ha varit mer försiktiga med konkurskraven, och fler fastighetsägare hade överlevt.

Fast eller flytande kurs?

Sverige har i huvudsak sedan inträdet i guldmyntfoten 1873 haft fast växelkurs. Vi gick med i Bretton Woods-systemet i augusti 1951 och sedan den 19 november 1992 har vi flytande växelkurs. Vilket är bäst? Det finns en lång diskussion inom nationalekonomin om alternativen. Ett av de viktigaste inläggen är en klassisk uppsats av den amerikanske ekonomen Harry G. Johnson: »The Case for Flexible Exchange Rates« (1969). Johnson visar där att flytande växelkurser i princip innebär marknadsprissättning på valutor. Om marknaden är överlägsen planekonomin i alla andra avseenden, då måste den vara det även när det gäller marknaden för pengar. En fast växelkurs innebär i princip en priskontroll på valuta. Och många vet väl hur priskontroller fungerar.

I Bretton Woods-systemet tycktes de fasta växelkurserna fungera väl. Ett land fick devalvera bara när det råkat ut för »a fundamental disequilibrium« i sin bytesbalans. Definitionen på »a fundamental disequilibrium« fastställde styrelsen för IMF i fall efter fall.

Men att systemet fungerade hyggligt berodde förmodligen på att de medverkande länderna alla levde i en gemensam uppbyggnadsperiod efter andra världskriget. Västeuropa skulle renoveras och USA sköt via Marshallhjälpen till pengarna.

Så kom Vietnamkriget och med det en amerikansk inflation, och systemet havererade. Den svaga punkten var kanske att dollarn, som alla valutor var knutna till, i sin tur var knuten till guld. I Bretton Woods-systemet hade alltså guldmyntfoten återuppstått.

När systemet kraschade gick Sverige med i EG-ländernas valutasaamarbete ormen, 1973. Det ersattes 1979 av EMS, »European Monetary System«. Om detta skrev Samuel Brittan i *Financial Times* att det är »neither European, nor Monetary, nor a System«. Han fick rätt när »systemet« föll ihop 1990.

I teorin är flytande växelkurs det mest rationella. Flytande kurs innebär att när ett lands produktionskostnader och exportpriser stiger mot konkurrentländerna så faller växelkursen. Importen blir

dyrare. Men exportföretagen får fler kronor när de växlar in sin utlandsvaluta. Så för ett land, vars produktionskostnader hamnar i otakt med konkurrentländernas, är den flytande växelkursen en enkel lösning.

Se till alternativet som är fast växelkurs. Det innebär att om ett land får stigande produktionskostnader – som Sverige fick 1971–1977 – så faller vinsterna i företagen; sedan blir produkterna osäljbara och företagen kan bara säga upp arbetskraft och försöka hådrationalisera. Det var detta som hände på 1970-talet.

Med flytande växelkurs går det lättare. Kronans kurs faller, priserna på exporten går ned, i utländsk valuta. För hela samhället är det enklare att sådana kurskorrigeringar tas ut i prisförändringar i stället för i arbetslöshet. Man kan säga att rörlig växelkurs innebär att hunden viftar på svansen. Fast växelkurs innebär att svansen ska vifta på hunden. Vilket verkar mest rationellt? Men det här resonemanget är teoretiskt och i teorin går allting bra. Verkligheten är inte så enkel.

Säg att vi i Sverige skulle få en ny kostnadskris. Priserna på svenska exportvaror stiger låt säga 10–20 procent mer än konkurrenternas. Faller då kronkursen omgående så att de svenska exportföretagen kompenseras? Ja, i de svenska exportföretagsdirektörernas aftonböner. Men kanske inte i verkligheten. Ty först när företagets vinster faller, och försäljningen går ned, och överskottet i bytesbalansen faller – då faller kronkursen. Men då har exportföretagen förlorat mycket pengar, och kanske tvingats säga upp personal.

Så den flytande växelkursen är som automatisk räddningsmekanism inte omedelbart verksam.

Är det marknadens fel?

Charles Kindleberger för i sin bok *Manias, Panics, Crashes* (1989) ett intressant resonemang om den innersta bakgrunden till de återkommande finansiella kriserna. Och han finner att finansmarknaderna har en inneboende instabilitet som ibland får investeringar och placeringar att gå överstyr.

Det verkar sannolikt – som en delförklaring. Placeringar i tillgångsvärden som aktier styrs mycket av förväntningar. Visserligen säger en teori om rationella beslut att värdet av en aktie är det diskonterade värdet av framtida utdelningar. Men i en förväntnings-

styrdd marknad bestäms värdena av förväntade framtida kursstegringar. Och det är just förväntningar som får aktiekurserna att svänga betydligt mer än utdelningarna.

I denna mening är marknaden instabil. Det är inte märkligt. Denna instabilitet är i princip av samma art som konjunktursvängningarna. När företagen anar en ökande efterfrågan drar de upp produktion och investeringar. Efter en tid blir utbudet större än efterfrågan. Och vinster och sysselsättning går ned.

Detta är inget utslag av någon inneboende irrationalitet i ekonomin, en irrationalitet som kan kureras med finanspolitisk styrning. Utan det är en reflex av att marknadsekonomin fungerar som ett löpande experiment. Alla företag i marknaden arbetar under osäkerhet. Varje nytt företag, varje produkt är ett experiment med en oviss efterfrågan. Sofistikerade modeller kan beskriva efterfrågans förändringar i termer av inkomst- och priselasticiteter, men ingen modell kan garantera att elasticiteterna är stabila över tiden.

De finansiella marknader för aktier, fastigheter etc. som kallas »spekulativa« har i grunden samma drag av experimentverkstad som de investeringar som ingår i konjunkturcykeln. I denna mening har marknaden en inneboende instabilitet – som ibland kan leda till finansiella kriser.

Men riktigt allvarliga störningar beror ofta på politiska ingrepp som fallet var under krisen på 1920-talet och 1990-talet. Jag har försökt visa hur extrema skattehöjningar på 1970-talet bidrog till den kostnadsinflation som drev fram de devalveringar som indirekt drev upp de räntor som knäckte företag och investeringar efter 1991.

Ett exempel på politiska missgrepp finns i den amerikanska ekonomin. Börskraschen på Wall Street 1929 berodde på en spekulation i aktier, det vill säga i förväntade kursstegringar. Grundproblemet låg inte i spekulatören, utan i att aktieköpen finansierades med lån och att aktierna låg som säkerhet. När kurserna föll begärde långivarna ökade säkerheter; då sålde låntagarna aktier; säljtrycket sänkte kurserna etc. J. K. Galbraith beskriver processen i sin bok *The Great Crash*.

Men grundproblemet var inte aktieköpen, utan belåningen. Paniken ledde till en run mot bankerna. Mer än 5 000 banker gick

omkull. Milton Friedman och Anna Schwartz har i sin bok *A Monetary History of the United States* visat att Federal Reserve inte hade kompetens för sin uppgift att garantera likviditeten i banksystemet. Så penningmängden i USA föll åren 1931–1934 med en tredjedel. Detta var en av huvudorsakerna till depressionen.

Vidare: när köpkraften ströps och företagen gick omkull försökte kongressen skydda näringslivet från utländsk konkurrens. Smoot-Hawley-lagen 1930 gav kongressen mandat att kraftigt höja tullarna på nästan all import.

De europeiska länderna reagerade med samma medel och höjde sina tullar. Även England, frihandelns hemland, införde stopp för importen 1932. Ingen tänkte på att den enes import är den andres export och handeln sjönk.

Ett för ekonomhistorikerna välkänt diagram, från *Monthly Bulletin of Statistics*, februari 1934, visar att världshandeln 1929–1933, mätt i dollar, minskade med drygt två tredjedelar. Detta var huvudorsaken till depressionen. Den bestämdes främst inte av en irrationell marknad utan av irrationella politiska beslut. Av detta bör dagens politiker kunna dra några konstruktiva slutsatser.

Slutsatser – lära av historien

Ett vanligt talesätt säger att det enda vi kan lära av historien är att vi inget kan lära av historien. Ty historien upprepar sig aldrig. Det stämmer delvis, men kanske inte helt.

Visserligen ingår i historiens finansiella kriser, enligt Kindleberger, som nyckelfaktor en hög belåning. Det är det som faller aktörerna och startar en kedjereaktion med bankerna som slutstation.

Men i övrigt har de flesta kriser skilda förutsättningar. Att den svenska krisen 1990–1993 verkar kalkerad på förloppet 1917–1922 är kanske en historisk tillfällighet. Men några praktiska slutsatser kan vi ändå dra:

1. Stabila regelsystem kan ge stabila marknader – och omvänt. Den plötsliga avregleringen av kreditmarknaden i november 1985 innebar ett regelbrott som plötsligt ändrade villkoren för alla aktörer, både långivare och låntagare. Och alla var tydligen oföberedda på regimskiftet.

Slutsatsen av detta blir inte alls att kreditmarknaden ska vara reglerad. Staten kan inte förutse det oförutsebara mycket bättre än privata företag på en fri marknad. Slutsatsen blir bara att de regelsystem som förekommer bör vara stabila.

Förändringar är ofrånkomliga. Marknadsekonomin är experimentell. Varje nytt företag, varje ny produkt eller service är ett experiment med konsumenternas efterfrågan. Detta måste gälla även de finansiella marknaderna.

2. Kreditmarknaden måste ha en kompetent övervakning. Även om alla aktörer agerar rationellt kan summan av deras agerande gå galeat – som hände i slutet av 1980-talet. Det berodde på att den ene aktören inte visste vad den andre gjorde.

Ett exempel är finansbolagen som belånade fastigheter och fastighetsbolag till 100 procent av marknadsvärdet och sedan finansierade lånen i bankerna. Och bankerna – som själva aldrig accepterade 100-procentig belåning – kunde på grund av banksekretessen inte gå in i finansbolagen och kontrollera deras aktivsida.

Det kunde bara Bankinspektionen, men den fullgjorde inte sin uppgift då den inte analyserade långivningen utan granskade detaljer som bankernas avgifter för bankfack etc.

3. Inga nya kostnadsexcesser. Vi kan inte köra 1970-talets inflationsekonomi i repris, med extrema kostnadsökningar för företagen. Det löser inga, utan bara skapar, problem i dagens internationellt integrerade miljö.

Visserligen vill alla som gynnats av inflationen ha den tillbaka. LO har kontinuerligt kritiserat Riksbanken för dess snäva inflationsmål. Men de dominerande centralbankerna, ECB och Fed, har (nästan) fast penningvärde som mål. Då kan den svenska Riksbanken inte driva en helt egen inflationspolitik. Men antag att Riksbanken skulle försöka. Då skulle räntorna omgående stiga – mycket; ty marknaderna skulle diskontera inte bara en faktisk utan även en förväntad inflationstakt. Så inflationsvägen är stängd.

4. Tidigare hade Sverige sedan länge fast växelkurs. Den avbröts då och då av devalveringar. Sedan den 19 november 1992 har vi fly-

tande växelkurs. Riksbanken låter kronans kurs bli vad den blir. Och, som jag tidigare visat, är detta en förutsättning för Riksbankens inflationsmål. Riksbanken kan styra endast en av tre variabler: inflationen (det vill säga penningmängden), räntan, och växelkursen.

Flytande växelkurs är det teoretiskt rationella. Om ett land med fast växelkurs inte har samma mix av produktivitet och kostnader som konkurrentländerna blir följden kostnadskris, vinstras, arbetslöshet och sedan devalvering. En ekonomi med flytande växelkurs har en inbyggd flexibilitet. Om kostnaderna stiger mer i den inhemska industrin än i konkurrentländerna faller valutan i värde och kostnadsskillnaden tas alltså upp i växelkursen.

Så går det till i teorin, men i praktiken? Följer den teorin så galant som det låter? Kanske – och kanske inte. Antag att ett land med stor utrikeshandel – som Sverige – på grund av avtal och skatter får våldsam ökande kostnader i den konkurrensutsatta industrin. Kommer landets valuta omgående att minska i värde och därmed kompensera för den inhemska kostnadsökningen?

Sannolikt inte. Först kommer ett antal exportföretag att förlora i intäkter. De kan pressas till konkursens brant. Först sedan handels- och bytesbalanserna visar kraftiga underskott faller valutan. Och då är det osäkert huruvida alla förlustföretag klarar sig. Den praktiska slutsatsen blir att en flytande växelkurs inte omgående kan rädda företag från akuta kostnadschocker.

Den svårare frågan: Vilken roll bör den offentliga sektorn spela, om landet går in i en ny kris? På 1920-talet fanns inte mycket av offentliga skyddsnät, och av bindande avtal för hyror och löner. (Den hyresreglering som infördes 1917 upphävdes 1923, efter en våldsam debatt i riksdagen, med 1 rösts majoritet.) Priser, löner, produktion och sysselsättning föll. Men efter mindre än två år lyfte sig ekonomin, tillväxten steg.

På 1990-talet var det annorlunda. När arbetslösheten steg lånade staten för att hålla uppe konsumtionen via bidrag. Arbetslöshetsförsäkringen var ju till 90 procent ett statligt bidrag. På tre år lånade staten 600 miljarder kronor – inte till investeringar, utan till

löpande konsumtion. Sysselsättningen sjönk 1990–2003 från 84,5 till 78,1 procent. Det ser ut som om det offentliga skyddsnetet bevarade arbetslösheten. När bidrag blev en försörjning försvagades incitamenten att söka nytt arbete. Enligt en rad analyser – senast av LO-utredaren Stig Edling – lever cirka 1,5 miljoner personer i arbetsför ålder på bidrag. Men samtidigt höll den offentliga utgifts-expansionen uppe efterfrågan och dämpade krisens sociala och ekonomiska verkningar. Detta är ett utmärkt exempel på »tax smoothing«. Så bör politiken bedrivas när krisen kommer enligt de flesta ekonomer (se Stiglitz kritik av IMF m. m.).

Den intressanta skillnaden mellan 1920-talet och 1990-talet är att 1920-talets ekonomi hade en flexibilitet som 1990-talets ekonomi helt saknar. Under 1990-talet går människor inte från ett förlorat jobb till ett nytt, utan många gånger från ett förlorat jobb till sjukskrivning eller arbetslöshetsförsäkring. På 1920-talet föll lönerna snabbare. På 1990-talet var det otänkbart. Lönebildningen är helt reglerad. Kollektivavtalen försvaras av regeringen. Kanske har vi här den avgörande skillnaden mellan 1920-talet och 1990-talet. Ekonomin har mist flexibilitet och kombinationen av facklig löne reglering och offentliga bidragssystem gör att ekonomin inte kan anpassas till en chock lika snabbt nu som då.

Det är en ledsam lärdom av 1990-talets ekonomiska historia. För framtiden bör vi ställa oss frågan: Hur kan vi skapa en flexiblare ekonomi och samtidigt behålla en social trygghet? När nästa kris kommer bör vi ha ett svar.

Not

1. Marcus Wallenberg, i E. Dahmén och G. Eliasson (red.): *Industriell utveckling i Sverige*, IUI 1980.

Referenser

- Bentzel, R., (1980), »Svensk ekonomisk tillväxt 1870 till 1975«, i E. Dahmén och G. Eliasson (red.), *Industriell utveckling i Sverige*, Industriens utredningsinstitut.
- Jonung, L. (red.), (1991), *Devalveringen 1982 – rivstart eller snedtändning?*, SNS Förlag.
- Calverley, J., (2004), *Bubbles and How to Survive Them*, Nicholas Brealy Publishing.
- Fakta om Sveriges ekonomi* (1995). SAF.

Sandberg: Konsten att skapa en finanskris

- Friedman, M. och A. Schwartz, (1963), *A Monetary History of the United States*, Princeton University Press.
- Galbraith, J. K., (1954), *The Great Crash 1929*, Harmondsworth.
- Johnson, H. G., (1969), *The case for flexible exchange rates*, Federal Reserve Bank of S:t Louis Review.
- Kindleberger, C., (1989), *Manias, Panics, Crashes. A History of Financial Crisis*, Basic Books.
- Kindleberger, C., (1993), *A Financial History of Western Europe*, Oxford University Press.
- Lindauer, J., (1977), *Economics. A Modern View*, Philadelphia.
- Lindgren, H., G. Sjöberg och J. Wallander, (1994), *Bankkrisen*, Bankkriskommittén.
- Lundberg, E., (1983), *Ekonomiska kriser förr och nu*, SNS Förlag.
- Lybeck, J., (1985), *Devalveringar – ett inslag i de nordiska ländernas stabiliseringspolitik*, Nordiska ekonomiska forskningsrådet.
- Reinius, U., (1996), *Stålbadet – finanskrisen, Penserkraschen och Nordbankens rekonstruktion*, Ekerlids.
- Rydenfelt, S., (1955), *Staten och makten*, Natur och Kultur.
- Rönnerberg, M., (2002), *Staten fick Svarte Petter*, ESO.
- Sandberg, N-E., (1997), *Byggkraschen*, Ekerlids.
- Sandberg, N-E. och P. Stein, (1988), *Från fasta regler till lösa förbindelser*, Timbro.
- SBC, (2004), *Bostads- och byggnadsstatistisk årsbok 2004*.



PENGAR, IN OCH UT.

Hans Tson Söderström

Hade 1990-talskrisen kunnat undvikas?¹

*»Kom så årsskiftet 20–21 och den förskräckliga våren ... Panik och kaos på börsen.
Tvångsförsäljningar bidrog att pressa kurserna i botten ... En skriande arbetslöshet följde.«*

FRITIOF NILSSON PIRATEN: MILLIONÄREN

Inledning – om de stora ekonomiska krisernas oförutsägbarhet

Den makroekonomiska kris som drabbade Sverige i början av 1990-talet var i vissa avseenden den djupaste nedgång i ekonomin som Sverige upplevt under de snart 150 år som det föreligger tillförlitlig ekonomisk statistik. Enligt en genomgång av Lars Jonung och Thomas Hagberg (2005) var realinkomstförlusten jämförbar med 1930-talsdepressionen i Sverige. Den sammanlagda sysselsättningsförlusten under hela krisförloppet var väsentligt större än under 1930-talsdepressionen enligt deras beräkningar.

Ändå var den svenska 1990-talskrisen inte unik i vare sig internationell eller historisk jämförelse. Många länder i den utvecklade världen har genomlevt motsvarande kriser i olika skeden av sin ekonomiska utveckling, och i viss bemärkelse kan man tillsammans med Schumpeter hävda att allvarliga ekonomiska bakslag av denna typ är en oskiljaktig del av den kapitalistiska utvecklingen. Förloppet i den svenska ekonomin från 1985, då krisens grundstrukturer började befästas, fram till 1995, då återhämtningen var ett faktum, har också många drag gemensamma med tidigare kriser i den svenska ekonomin, som 1870-talskrisen, 1920-talskrisen eller 1930-talsdepressionen.

Om dessa djupa nedgångar skulle återkomma med en viss lagbunden regelbundenhet vore de säkert enklare att förutsäga och hantera. Men även den som sätter tilltro till olika teorier om »långa cykler« i den ekonomiska utvecklingen tvingas konstatera att de riktigt stora kriserna uppträder med en besvärande oregelbundenhet. Egentligen är det ganska självklart att det måste vara så. En

bankman inser lätt att en kreditförlust aldrig uppkommer om den är förväntad vid det tillfälle då krediten ges, eller vid något senare tillfälle då den fortfarande skulle kunna undvikas.

På samma sätt är det med makroekonomin. När det byggs upp spänningar i ekonomin, vars krisframkallande konsekvenser inte inses av vare sig politiker, debattörer eller experter, då – och endast då – är scenariot för en fullödigg makroekonomisk kris på plats och ridån kan gå upp för ett nytt krisdrama. När publiken inser vilka krafter som har släppts lösa har nedgången kommit ett långt stycke på väg. Då är det ofta för sent att agera.

I denna mer filosofiska bemärkelse kan man påstå att det är den relativt framgångsrika konjunkturpolitiken under Bretton Woods-epoken i världsekonomin (1945–1973) som är den egentliga orsaken till 1990-talskrisen. Vi vände oss vid ett ganska enkelt repetitivt konjunkturförlopp, och politikerna lärde sig när och hur de skulle »gasa« resp. »bromsa«. Det skapade ett falskt intryck av att vi hade lärt oss att kontrollera konjunkturförloppet och att stora nedgångar i ekonomin med finanskriser och hög arbetslöshet tillhörde det förgångna. En bidragande faktor till att vi invaggades i falsk säkerhet var också att de internationella kapitalrörelserna vid denna tid var hårt reglerade, och i Sveriges fall även den inhemska kapitalmarknaden.

Vi väcktes ur vår törnrosasömn vid den första oljeprischocken 1973. I motsats till tidigare rörde det sig här om en utbudschock, som försatte oss i det nya tillståndet »stagflation«. De enkla tumreglerna för att gasa och bromsa gällde inte längre. När systemet med fasta växelkurser bröt samman vid samma tid, tog det ganska lång tid att lära om, en tid då inflationen hann utvecklas till den ekonomiska stabilitetens fiende nummer ett. Och under processen att finna (och genomföra!) en ekonomisk politik som bekämpade inflationsriskerna byggdes i det fördolda upp spänningar som utlöste den dramatiska nedgången 1991, medan politikerna alltjämt hade ögonen på en helt annan boll.

I det här kapitlet ska jag först summariskt gå igenom krisens makroekonomiska förlopp och beröra hur krishanteringen påverkades av att krisens verkliga karaktär inte uppenbarades förrän relativt sent. Därefter kommer jag att behandla några vanliga frå-

geställningar kring huruvida krisen borde ha förutsetts bättre och om den skulle ha kunnat hanteras bättre under det akuta skedet. I nästa steg tar jag upp frågan om krisen skulle ha kunnat förebyggas genom en annorlunda makro- och/eller mikroekonomisk politik under 1980-talet. Slutligen behandlar jag en del av krisens »eftervård«, särskilt hanteringen av nödlidande krediter, med frågan om den hade kunnat skötas bättre. Där så är relevant kommer jag att jämföra med andra kriser, inte minst den parallella krisen i Finland, för att få perspektiv på alternativa ekonomisk-politiska reaktioner.

Innan jag ger mig in på denna övning vill jag dock återigen understryka att det är alltför lätt att fälla domar över den faktiskt förda politiken när man sitter med facit i hand. Den politik som förs vid varje tillfälle måste vara »robust« och flexibel så att den fungerar någorlunda, oavsett vilket av flera möjliga (och kanske ungefär lika sannolika) framtidsscenarioer som realiserats. Att sätta betyg på politiken utifrån kunskap om hur det faktiskt gick öppnar för två slag av felslut: Dels bortser vi då från den totala ovisshet som faktiskt förelåg i bedömningsögonblicket om vad utfallet av politiken skulle ha kunnat bli om ett annat scenario än det faktiska skulle ha realiserats. Dels bortser vi från huruvida den förda politiken bidrog till att lösa problemen så väl att den i efterhand framstår som onödig. Med detta memento i bakhuvudet skrider vi till verket.

Den felaktigt upplevda problembilden

Ett av de viktigaste skälen till att den svenska 1990-talskrisen blev så djup och långvarig var alltså att det dröjde länge innan det stod klart vad den berodde på. Allmänheten, parterna på arbetsmarknaden och de ekonomiska experterna hade länge en felaktig uppfattning om vad som var grundorsaken till att aktivitetsnivån föll så brant. Det hade varit mycket begärt av politikerna att de skulle ha större klarsyn. Missuppfattningen berodde i sin tur på att vårt land sedan ett par decennier kämpat med ett annat ekonomiskt problem, som helt kom att prägla synen på den ekonomiska politikens huvuduppgift. För att förstå detta måste vi gå ett stycke tillbaka i tiden.

Orsakerna till varje ekonomiskt förlopp kan sökas i princip hur långt tillbaka i tiden som helst. Det gäller även den ekonomiska poli-

tiken. Assar Lindbeck (1996) har beskrivit politikerna som »endogena«, dvs. deras beteendemönster kan förutses med utgångspunkt i deras uppfattning om hur de bör bete sig för att vinna nästa val. Politikerna blir reducerade till sprattelgubbar i trådar som styrs av historien och konstitutionen. Lars Jonung (1999) har på motsvarande vis beskrivit den ekonomiska politiken som en mycket kortsiktig lärprocess, där politikerna ständigt bygger sitt agerande på lärdomar från den senaste krisen. (Den militära analogin, med generaler som ständigt utkämpar det förra kriget, är uppenbar.) Min egen syn är kanske något mer nyanserad: Dagens politik blir resultatet av en kökkenmödding av gamla erfarenheter och lärdomar. Det gäller även den politik som bedrevs i upptakten till 1990-talskrisen.

När jag väljer att börja analysen 1973 innebär det därför ett visst mått av godtycke. Det finns många goda skäl för att i stället ta sin avstamp i läget 1931, 1945 eller 1982 (där de flesta brukar börja). Men 1973 hände något fundamentalt som sådde ett viktigt makroekonomiskt frö till 1990-talskrisen: När det internationella valuta-systemet brakade samman tvingades vi att på egen hand välja ett växelkurssystem som lämpade sig för vår ekonomi och vår ekonomiska politik.

En flytande växelkurs var inte att tänka på i detta skede. Det var ett alternativ som enbart ansågs möjligt för stora slutna ekonomier som USA och Japan, eller för extremt starka små ekonomier som Schweiz. De svenska erfarenheterna från en kort period med flytande växelkurs i början på 1930-talet ansågs inte särskilt framgångsrika. Däremot hade Bretton Woods-epoken, med sin fasta växelkurs på 5,17 mot dollarn, inneburit två hela decennier av anmärkningsvärd makroekonomisk stabilitet och snabb ekonomisk tillväxt. Å ena sidan hade den fasta växelkursen inte hindrat en framväxande aktiv konjunkturpolitik, där skatter och offentliga utgifter fick agera dragspel över konjunkturcykeln. Å andra sidan hade den utgjort ett viktigt kritstreck mot en alltför inflationistisk lönebildning. Det var lätt för alla parter på arbetsmarknaden att förstå hur stigande löner och priser försämrade konkurrenskraft och sysselsättning vid fast växelkurs.

Nu tvingades vi alltså skapa ett alldeles eget system med fast växelkurs i en värld av flytande valutablock. Lösningen blev en »peg-

gad« växelkurs, där kronans yttre värde ensidigt bestämdes av regering och Riksbank, först gentemot den s.k. valutaormen, med D-marken i centrum, därefter gentemot den s.k. valutakorgen, som återspeglade de olika valutornas betydelse i svensk utrikeshandel.

Det visade sig emellertid efterhand att den fasta växelkursens välgörande effekter på disciplinen i pris- och lönebildningen blev väsentligt svagare när vi själva kunde bestämma nivån på den än när den var utifrån given genom internationella avtal. I Bretton Woods-systemet förutsatte en växelkursförändring att vi i förhandlingar lyckades övertyga de ekonomiska stormakterna bakom IMF att det förelåg »fundamental ojämvt« i ekonomin – en ganska förödmjukande process, som få länder frivilligt gav sig i kast med. Nu blev det annorlunda. Stigande löner och förlorad internationell konkurrenskraft kunde relativt enkelt kompenseras genom ett raskt inhemskt beslut om en nedskrivning av kronans yttre värde.

Och mycket riktigt: en snabb offentlig expansion skapade ett högt eftertryck på arbetsmarknaden, lönerna steg väsentligt snabbare än i omvärlden, exportindustrin förlorade marknadsandelar, underskotten i bytesbalansen växte och det hela komplementerades genom en serie växelkursanpassningar med början 1976. Devalveringarna beredde i sin tur väg för en fortsatt expansionistisk politik, höga inflationsförväntningar och inflationistisk lönebildning. Vid ingången av 1980-talet var vi fast i en devalveringscykel.

I valrörelsen 1982 stod det klart för båda de politiska blocken att den ekonomiska politiken måste inriktas på att komma ur devalveringscykeln genom att bryta förväntningarna om fortsatta devalveringar och i stället skapa en exportledd tillväxt i ekonomin. Den segrande socialdemokratiska regeringens metod blev – paradoxalt nog – en ny devalvering, men denna gång en superdevalvering som en gång för alla skulle rycka upp kärran ur stagflationstrasket och bana väg för en långvarig period av stabil tillväxt, precis som tidigare »engångsdevalveringar« 1931 och 1949.

För att strategin skulle lyckas fanns ett *sine qua non*: lönebildningen måste hållas i schack så att vår internationella konkurrenskraft, som ju kraftigt hade stärkts genom devalveringen, inte på nytt började försämrats. Vårt relativa kostnadsläge blev den nya politikens viktigaste måttstock på tillståndet i ekonomin. I början

syntes allt gå regeringens väg genom återhållsamma lönerörelser (delvis till följd av en svag arbetsmarknad), en snabb produktivtetsutveckling och en omvänd oljeprischock, men från mitten av 1980-talet började det finnas anledning till oro. Kostnadsförsprånget var nu förbrukat och en alltmer överhettad arbetsmarknad hotade att på nytt sänka den svenska exportindustrins konkurrenskraft genom en explosiv löneutveckling.

De sista åren på 1980-talet ställdes den ekonomisk-politiska strategin inför sitt verkliga Herkulesprov. Ett desperat försök med pris- och lönestopp misslyckades och politikens chefsarkitekt Kjell-Olof Feldt avgick. Hans efterträdare Allan Larsson hade dock fattat galoppen och blev den förste socialdemokratiska finansminister någonsin att signera en finansplan där det slogs fast att kampen mot inflationen måste »överordnas andra ambitioner och krav«. Vi måste helt enkelt vara beredda att acceptera en viss ökning av arbetslösheten för att dämpa löneökningstakten om vår internationella konkurrenskraft blev allvarligt försvagad.

Växelkursens trovärdighet som kriterium för lönebildningen måste i detta läge hävdas till varje pris. Därmed var ekonomer, fackliga förhandlare, företagsledare och politiker av alla schatteringar överens. Om devalveringsförväntningar på nytt fick fotfäste skulle det bli omöjligt att hålla tillbaka inflationistiska löneökningar utan en orimligt hög arbetslöshet. Då skulle tio års kamp för att bryta devalveringscykeln ha varit förgäves. Alla ekonomernas förespeglningar, alla fackliga maningar till återhållsamhet, alla politikernas hot och löften skulle visa sig bara ha varit tomt prat. Så fick det inte bli. Andra länder hade klarat det före oss, inte minst danskarna med sin framgångsrika »kartoffelkur«. Nu måste även vi igenom ek-luten.

Detta var problembilden när arbetslösheten började stiga (från en extremt låg nivå) under slutet av 1990 och sköt i höjden 1991–1992. Alla bekymrade vi oss för vårt relativa kostnadsläge och industrins internationella konkurrenskraft. Alla slöt vi upp kring den fasta växelkursen som oeftergivligt kriterium för kostnadsutvecklingen. Alla var vi beredda att strama åt den inhemska efterfrågan för att inte tära på den utlandskonkurrerande sektorns expansionsutrymme.

Men den verkliga problembilden var i själva verket en helt annan. Medan vi oroligt stirrade oss blinda på den relativa kostnadsutvecklingens såvliga dyningar hade en finansiell tsunami tornat upp sig bakom ryggen på oss. Hotet kom där vi minst hade anat det. Den inhemska efterfrågan höll på att kollapsa.

Den verkliga problembilden

I skuggan av alla våra bekymmer för industrins konkurrenskraft hade det i den svenska ekonomin byggts upp stora inhemska spänningar som nu höll på att lösas ut. Processen är störande välbekant från många olika länder vid olika tidpunkter. Några välkända exempel från modern tid är Tequilakrisen i Mexico 1994–1995, Sydostasienkrisen 1997, Rysslandskrisen 1998, Brasilien 1999 och Argentina 2001–2002. Men det finns också många exempel från tidigare tidsepoker, däribland den stora 1930-talsdepressionen.

Givetvis har varje kris sina egna nationella och historiska särdrag, som gör att den inte är helt identisk med tidigare kriser. (Annars skulle det aldrig bli någon kris!) Men det är ändå slående hur stora likheter de olika kriserna har med varandra och hur väl Irving Fishers skuldeflationsteori från 1932–1933 passar in för att förklara deras uppkomst och förlopp. I en modern tolkning av Fisher (1933)² ser processen ut som följer:

1. En fast växelkurs och ett gynnsamt kostnadsläge skapar en stark grogrund för ekonomisk expansion.
2. En inhemsk investeringskonjunktur drar till sig såväl inhemskt som internationellt sparande, det senare genom såväl utlandsupplåning som direktinvesteringar.
3. Kreditgivningen ökar snabbt, men belåningen kompenseras av snabbt stigande tillgångsvärden. Balansräkningarna ser alltjämt sunda ut.
4. Finanspolitiken lyckas inte dämpa det stigande inhemska efterfrågetrycket.
5. Realräntan faller och blir så småningom negativ, eftersom nominalräntan är låst av den fasta växelkursen samtidigt som den inhemska inflationen och inflationsförväntningarna drivs upp av det höga efterfrågetrycket.

6. De fallande realräntorna ger allt större skjuts åt stigande värden på mark, fastigheter och aktier. Allt större del av ekonomin dras in i lånekarusellen för att komma i åtnjutande av de stigande tillgångsvärdena.
7. Någon oväntad utlösande faktor (en konjunkturnedgång i omvärlden, en politisk kris, ett ekonomiskt fallissemang) får ett antal placerare att bestämma sig för att ta hem sina vinster och dra sig ur marknaden.
8. När flera investerare samtidigt försöker sälja börjar tillgångsvärdena att falla. Nervositeten ökar bland högbelånade investerare.
9. Utländska långgivare och investerare försöker samtidigt dra sig ur marknaden. Det sätter press på valutamarknaden och centralbanken tvingas höja styrräntan för att försvara växelkursen.
10. Stigande nominalräntor och fallande inflationsförväntningar får realräntan att stiga dramatiskt.
11. Stigande realräntor och fallande tillgångspriser skapar panik på fastighets- och aktiemarknaderna. Det egna kapitalet raderas snabbt ut ur företagens och hushållens tidigare så solida balansräkningar.
12. Banker och finansbolag inser att säkerheterna för givna lån är otillräckliga. Tilläggsäkerheter begärs in, och tvångsförsäljningar sätter ytterligare press på tillgångspriserna. Finansiella aktörer tvingas till extrem försiktighet i kreditgivningerna för att begränsa sina förluster.
13. Företag och hushåll som ser sina lånemöjligheter stängda anstränger sig intensivt för att förbättra sina balansräkningar. Fallande investeringar och privat konsumtion blir följderna. Arbetslösheten stiger kraftigt.
14. Minskade skatteinkomster i kombination med ökade utgifter för arbetslöshet och stöd till den finansiella sektorn leder till ett snabbt stigande budgetunderskott.
15. Aktörer på valutamarknaderna ser det växande budgetunderskottet och inser att den inhemska efterfrågekollapsen måste motverkas med lägre – inte högre – räntor. Spekulationen mot valutan tilltar och tvingar fram finanspolitisk åtstramning i kombination med extremt höga räntenivåer i ett sista desperat försvar av den fasta växelkursen.

16. Den fasta växelkursen överges för att möjliggöra en räntenivå som är bättre anpassad till nedgången i ekonomin. Valutan faller kraftigt i värde.
17. Devalveringen försvagar ytterligare balansräkningarna för aktörer med lån i utländsk valuta. Fler konkurser blir följd.
18. Fallande privat konsumtion och fallande investeringar i kombination med en stramare finanspolitik får produktionen att falla och arbetslösheten stiger till nya rekordnivåer.
19. Det tar tid innan den lägre växelkursen och den lägre räntenivån sätter fart på export och investeringar. Men nedgången har ändå nått sin botten och återhämtningen börjat.

Egentligen räcker det med denna schablonmässiga beskrivning för att skildra orsakssambanden bakom vad som hände i Sverige liksom i Finland och de andra länderna som nämndes ovan. I Sverige var det en underordnad incident – Finans AB Nyckelns betalningsproblem – som blev den psykologiska vändpunkten. I Finlands fall var det i stället en stor makroekonomisk störning: kollapsen på den viktiga ryska exportmarknaden.

Figurerna 1–6 nedan skildrar förloppet i Sverige och Finland rent kvantitativt. Som synes var realräntechocken (figur 1) betydligt kraftigare i Sverige än i Finland. Huvudorsaken var att inflationstakten vid krisens utbrott (figur 2) var betydligt högre i Sverige. Delvis var detta en följd av den stora skattereformen med dess höjning av de indirekta skatterna. Fastighetsvärdena föll ändå ungefär lika kraftigt i Finland som i Sverige (figur 3) med det brantaste fallet koncentrerat till kommersiella fastigheter i storstäderna.

Resultatet av efterfrågebortfallet när den privata sektorn började konsolidera sina balansräkningar blev tre års fallande BNP (1991, 1992, 1993) i såväl Sverige som Finland (figur 4). Men sett över hela perioden blev BNP-fallet större i Finland (omkring 10 procent) än i Sverige (omkring 6 procent). Likaså blev ökningen av arbetslösheten i Finland betydligt kraftigare än i Sverige (figur 5). Toppen 1993–1994 låg i Finland kring 18 procent medan den i Sverige stannade kring 10. Utvecklingen av antalet konkurser visar en förbluffande likhet mellan länderna med en topp år 1991 (figur 6).

VAD KAN VI LÄRA AV KRASCHEN?

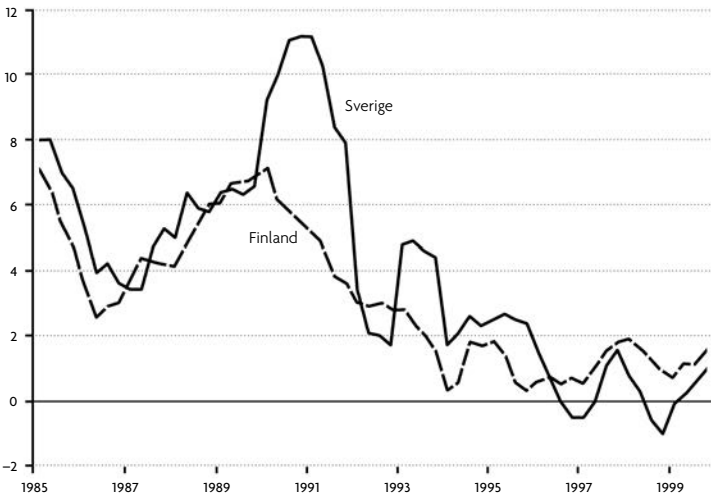
FIGUR 1. Realräntan ex post i Finland och Sverige 1988–1993. Procent.



Anmärkning: Realräntan ex post (faktisk realränta) efter skatt är beräknad enligt:
 $(1 - \text{skattesats på kapital}) \times \text{nominell ränta} - \text{faktisk inflation}$.

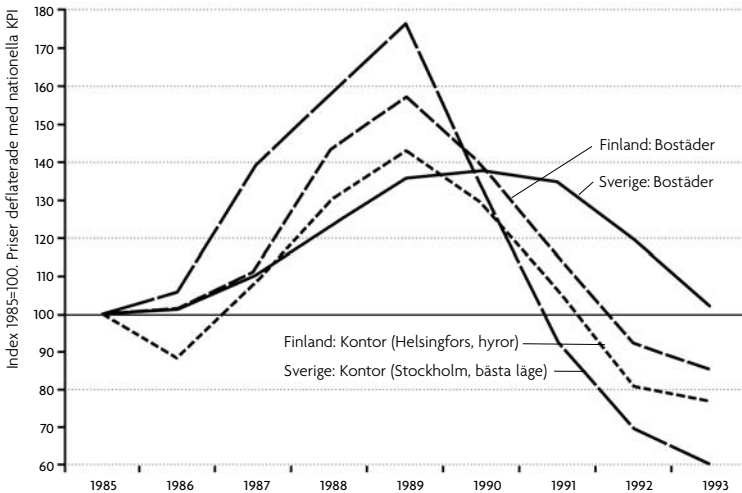
Källa: Hagberg, Jonung, Kiander, Vartia (2005).

FIGUR 2. Inflationstakten i Finland och Sverige 1985–2000. Procent.



Källa: Hagberg, Jonung, Kiander, Vartia (2005).

FIGUR 3. Reala fastighetspriser i Finland och Sverige 1985–1993.



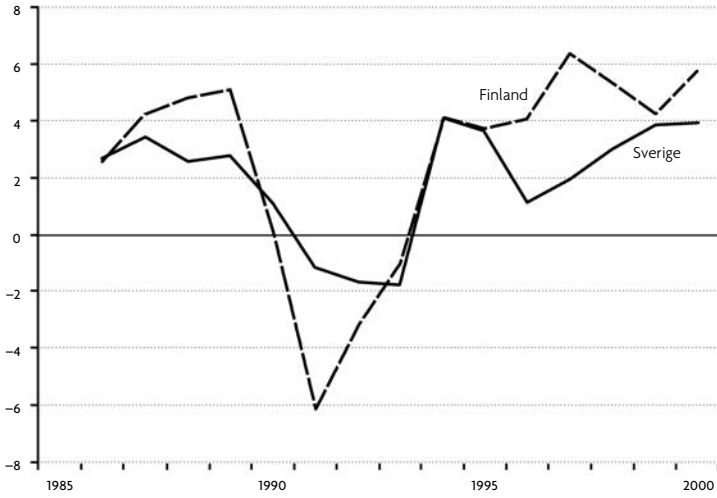
Källa: Jonung, Söderström, Stymne (1996).

Men, som sagt, ingenting av den här utvecklingen kunde anas 1990. Vi upplevde fortfarande den ekonomiska politikens huvudproblem som en förväntningsdriven kostnadsinflation, som hotade att undergräva vår internationella konkurrenskraft. Det viktigaste botemedlet ansågs vara att stärka tilltron till den fasta växelkursen. När nedgången tog fart och budgetunderskottet började växa okontrollerat togs detta – naturligt nog – som ett hot mot den ekonomisk-politiska strategin.

Den första riktigt tydliga signalen om vad det var som egentligen höll på att ske i den svenska ekonomin kom dessvärre inte från SNS Konjunkturråd och inte heller från någon annan av alla de akademiska ekonomer som vid denna tid flitigt deltog i debatten. Den kom i stället från den dåvarande statssekreteraren i Finansdepartementet Urban Bäckström i en klagörande liten artikel i *Ekonomisk Debatt*, som publicerades efter sommaren 1993 (Bäckström 1993). Där konstaterades att hög skuldsättning och fallande tillgångsvärdet spelade viktiga roller för den ekonomiska nedgången. Om man ska spåra någon akademisk ekonom bakom tankarna så måste det

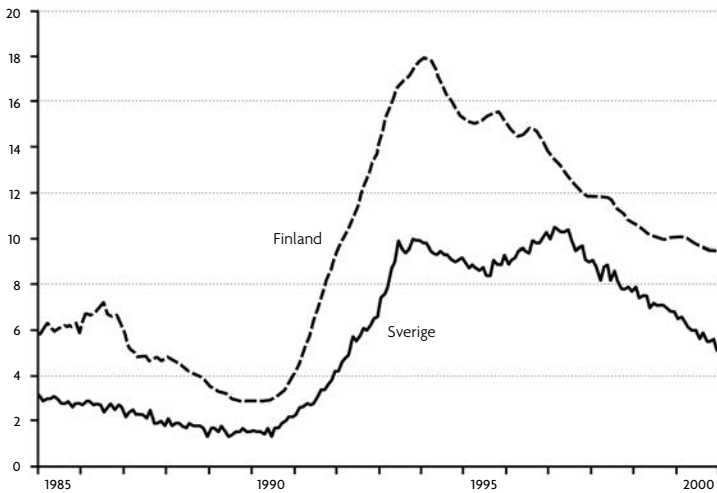
VAD KAN VI LÄRA AV KRASCHEN?

FIGUR 4. BNP i Finland och Sverige 1985–2000. Årlig procentuell förändring.



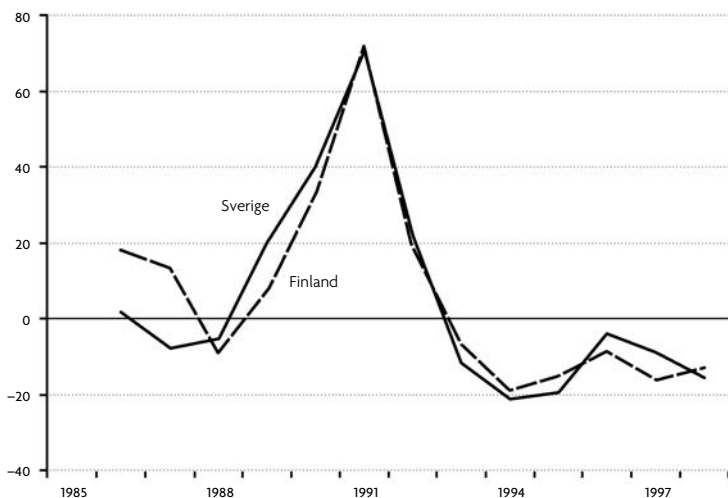
Källa: Hagberg, Jonung, Kiander, Vartia (2005).

FIGUR 5. Arbetslösheten i Finland och Sverige 1985–2000. Procent.



Källa: Hagberg, Jonung, Kiander, Vartia (2005).

FIGUR 6. Antal konkurser i Finland och Sverige 1985–98. Årlig procentuell förändring.



Källa: Hagberg, Jonung, Kiander, Vartia (2005).

bli framlidne professorn vid Handelshögskolan Johan Myhrman, som kunde sin Irving Fisher.

Om nu krisens karaktär insågs så pass sent i förloppet uppkommer naturligen två frågor. För det första: Borde den ha kunnat förutses bättre? För det andra: Skulle krishanteringen ha kunnat vara bättre om man tidigare hade insett krisens verkliga karaktär? Dessa två frågor tar jag mig an härnäst.

Borde krisen ha kunnat förutses bättre?

Med facit i hand är det naturligtvis lätt att hävda att man långt tidigare borde ha förutsett att en kris av detta slag var i annalkande. Men det ligger som sagt i sakens natur att en kris aldrig uppkommer om den förutses. Om krisen »borde« ha förutsetts är därför en djupt ohistorisk fråga. Vi kan ändå konstatera att det fördes en debatt under 1980-talet kring åtskilliga av de fenomen som kom att utgöra ingredienser i krisens förspel och förlopp.

Det fanns en diskussion under 1980-talet om den höga takten i bankernas kreditexpansion. Problemet var att vi inte visste vad som var en »normal« belåningsgrad på en avreglerad kreditmarknad.

Slutsatsen blev att den snabba ökningen huvudsakligen var resultatet *dels* av en engångsanpassning från en tidigare »underbelåning« till följd av kreditmarknadsregleringarna, *dels* av en överflyttning till banksystemet av tidigare kreditstock på den »grå« lånemarknaden.

En kompetent ledning för dåvarande Bankinspektionen skulle säkert ha tagit fasta på denna diskussion och engagerat ekonomisk expertis för att följa utvecklingen. Måhända skulle denna expertis ha rekommenderat den typ av portföljanslys som numera bedrivs, och som sannolikt då skulle ha avslöjat den kraftiga direkta och indirekta (via finansbolagen) exponering mot fastighetssektorn som nästan alla banker utsatt sig för. Om det hade kunnat leda till någon åtgärd på den avreglerade kreditmarknaden är en annan fråga. Men att det inte fanns en sakkunnig ledning för Bankinspektionen under detta kritiska skede på svensk kreditmarknad är givetvis regeringens fel.

Ändå är jag inte helt säker på att ens en mycket kompetent ledning för Bankinspektionen skulle ha kunnat förutse den kris som låg i korten. Bankernas utlåning steg förstas mycket kraftigt. Under hela femårsperioden 1985–1990 ökade utlåningen från banker, bostadsinstitut och finansbolag med 153 procent, mycket snabbare än någonsin tidigare under efterkrigstiden.³ Men det fanns inte mycket som tydde på att kreditinstituten tog större risker än tidigare. Såväl kommersiella fastigheter som villor och bostadsrätter åtminstone fördubblades i pris under samma period. Låntagarnas balansräkningar svällde alltså i omslutning, men soliditeten – förhållandet mellan skulder och eget kapital beräknat på aktuella marknadsvärden – försämrades på sin höjd marginellt. För att inse riskerna måste man alltså förutse priset på fastigheter, och det är kanske mycket begärt.

Själv kan jag förstås stoltsera med att jag förutsåg det kommande priset på fastigheter redan under de sista åren på 1980-talet. Det finns väl belagt i *Privatekonomisk årsbok* från åren 1988–1992, som alltid inleddes med ett rundabordssamtal mellan ett antal nationalekonomer under redaktören Åke Ortmarks ledning. (Samtalen spelades in hösten innan årsbokens årtal.) Jag kan inte motstå frestelsen att återge några av mina uttalanden:

- > Hösten 1987: »Om de långa räntorna inte sjunker . . . ger det en press nedåt på fastighetspriserna. Får vi ovanpå detta förändringar i skattesystemet i den riktning vi här pekat på då kommer vi att få ytterligare sten på bördan. Då får vi på nytt en nedgång.« (Ortmark 1988, s. 19)
- > Hösten 1988: »Man måste varna folk för att försöka vara smarta på ett spekulativt sätt, särskilt med lånade pengar. Vi har ju sett hur många har fastnat i olika skatteplaneringsfällor.« (Ortmark 1989, s. 17)
- > Hösten 1989: »På lång sikt har vi en mängd problem men under 1990 är de fortfarande dolda. Man kan säga att 1990 blir vårt sista 'feta' år innan kriserna på nittioalet tar vid.« (Ortmark 1990, s. 12)
- > Hösten 1990: »Jag tror att vi får en nedgång som drabbar hela fastighetsmarknaden, men hur stor den blir är omöjligt att säga. Och det kommer att bli en kraftig sänkning av bostadsbyggnad.« (Ortmark 1991, s. 12)
- > Hösten 1991: » . . . det är svårt att tro att villor och bostadsrätter skulle kunna undvika att dras med i det ras på fastighetsmarknaden som vi nu ser.« (Sternier 1992, s. 11)

Jag delade min klarsyn med åtskilliga av mina kolleger. För en ekonom var det lätt att inse att fortsatt stigande fastighetspriser i kombination med fallande inflation och en skattereform som minskade värdet av ränteavdragen var en ekvation som inte gick ihop. Men av diskussionen framgår också att vi var konfunderade över att en nedgång inte inleddes tidigare, och vi sökte efter faktorer som kunde motverka prisfallet som förklaring till den fortsatt positiva trenden på marknaden. Och vi insåg inte heller (åtminstone inte så att det blev taget till protokollet) att den kommande nedgången på fastighetsmarknaden skulle slå så hårt mot banksystemet att vi hamnade i en finansiell kris.

Till saken hör att vi inte hade upplevt en skulldeflationskris på nästan 60 år, och då ska man komma ihåg att den egentliga skulldeflationen på 1930-talet ägde rum i USA. Depressionen i Sverige den gången var huvudsakligen en följd av den nedgång i utrikeshandeln som blev resultatet av att de stora länderna försökte hantera sina

egna depressioner genom protektionistiska åtgärder. För att finna en inhemsk skulddeflation i vår ekonomi måste vi därför gå tillbaka till det tidiga 1920-talet och dessförinnan 1870-talet. Att tala om »mannaminne« förefaller närmast futtigt i sammanhanget.

»Och allting var ju så annorlunda då.« Under mina egna (ganska djupgående) nationalekonomiska studier på 1960- och 70-talen kan jag inte erinra mig att jag någonsin kom i kontakt med Irving Fishers arbeten. Nej, där ägnade vi oss åt den *moderna* ekonomins problem. En slutsats är alltså att en ökad tonvikt på ekonomisk historia i ekonomutbildningen kan ha ett högt samhällsekonomiskt värde. Om studenterna förstår sig på att använda sina lärdomar, förstås.

Kunde krisen ha hanterats bättre?

Jag lämnar därmed den tämligen metafysiska frågeställningen om krisen borde ha förutsetts bättre och övergår till den mer handfasta om hur krisen hanterades när den väl brutit ut. Diskussionen begränsas till penning- och finanspolitiken under själva krisförloppet. En del jämförelser med den finska politiken kommer att göras. Vi börjar med penningpolitiken.

Synpunkter på penningpolitiken under krisen

Så länge ett land har fast växelkurs med fria kapitalrörelser är penningpolitiken helt och hållet uppknuten till denna växelkurs, antingen genom att centralbanken sätter räntan så att de privata kapitalflödena balanserar vid denna växelkurs, eller genom att den själv köper och säljer valuta på marknaden med användning av valutaserv och lånefaciliteter. Huruvida man ska ha fast växelkurs eller inte är det normalt inte centralbanken utan regeringen som bestämmer. Så är det i de flesta länder, och så är det i Sverige även i den nya regimen med en självständig Riksbank.

Därmed reduceras antalet intressanta frågeställningar kring penningpolitiken i samband med krisen till tre. För det första: Försvarades kronan på rätt sätt så länge vi hade fast växelkurs? För det andra: Borde kronförsvaret ha övergivits tidigare? För det tredje: Bedrevs räntepolitiken på ett väl avvägt sätt *efter* det att Sverige övergått till flytande växelkurs? Vi tar frågorna i tur och ordning.

Möjligheten att försvara en fast växelkurs beror naturligtvis på

en mängd faktorer, framför allt lönekostnadsutvecklingen och finanspolitiken. Riksbankschefer brukar därför ha synpunkter på såväl lönebildning som budgetdisciplin, och Sverige har inte utgjort något undantag från den regeln. Under det dramatiska kronförsvaret hösten 1992 framstod det tidvis som om riksbankschefen dikterade finanspolitikens inriktning och politikerna i regering och opposition lydigt skred till verket och verkställde riksbankschefens beslut. Det gick inte ändå.

Men man kan faktiskt också ha synpunkter på Riksbankens val av egen metod att försvara växelkursen. På litet längre sikt är det naturligtvis nödvändigt att lägga räntenivån så att de privata kapitalflödena balanserar. Men på kortare sikt, när valutan utsätts för spekulativa attacker, finns alternativet att intervensera direkt på valutamarknaden genom att köpa upp den egna valuta som bjuds ut i utbyte mot andra valutor i valutareserven eller som kan erhållas genom olika lånefaciliteter. Det är intressant att konstatera att Riksbanken härvidlag bytte strategi under krisens gång.

Fram till och med september 1992 mötte Riksbanken regelmässigt de spekulativa attackerna mot kronan med räntevapnet. Tre månadersräntan låg sedan några år tillbaka på nivån 12–13 procent. Det var en rimlig nivå när inflationen som 1991 var uppe i över 10 procent, men den bet som stål när inflationen under 1992 var på väg mot två procent. Under våren 1992 var styrräntan under några dagar uppe i 75 procent. I september svepte en spekulationsstorm fram över hela ERM-systemet. Den 8 september devalverade Italien liran, och den finska marken (som redan i november 1991 devalverats med drygt 12 procent) lämnades att flyta. När sedan såväl Storbritannien som Italien den 16 september tvingades övergå till flytande växelkurs kom kronan under extremt hård press. Det var i detta läge som Riksbanken skickade upp styrräntan till minnesvärda 500 procent. När ett finanspolitiskt åtstramningspaket lades fram den 20 september kunde räntan åter sänkas.

Efter detta intermezzo förefaller Riksbanken ha tänkt om. De höga räntor som krävdes för att bromsa ett privat kapitalutflöde innebar naturligtvis att nedgången i ekonomin förvärrades, samtidigt som de skapade allvarliga problem för den redan svårt sargade finanssektorn. Men de höga räntorna skickade ju samtidigt en sig-

nal till valutamarknaden att kronan var utsatt för stark press. För den som ville vara med och tjäna en slant (eller ville undvika att förlora en slant) var det bara att hänga på när stormflaggan hissades. Därför beslöt sig tydligen Riksbanken för att i fortsättningen sköta kronförsvaret mer i det tysta genom interventioner direkt på valutamarknaden.

Nästa storm kom i november 1992, då även Spanien, Portugal och Irland tvingades överge sina växelkurser. Allmänheten märkte då inte mycket av trycket på kronan, eftersom räntevapnet användes mycket försiktigt. Styrräntan höjdes visserligen den 19 november, men »bara« till 20 procent. I stället köpte Riksbanken kronor på marknaden, under den sista veckan före kronans fall den 19 november till ett belopp av svindlande 160 miljarder kronor.

Jag har i ett annat sammanhang⁴ försökt att utreda de samhälls-ekonomiska konsekvenserna av detta strategibyte. Slutsatsen blev att den senare strategin blev betydligt mer kostsam för samhälls-ekonomin än den förra. De mycket höga räntorna gällde ju bara under korta perioder, den svenska ekonomin är generellt relativt ränteokänslig, och det har i statistiken inte gått att spåra någon signifikant uppgång i antalet konkurser som följd av dessa korta högre ränteperioder. Ett försök att siffersätta sambanden gav till resultat att kronförsvaret med hjälp av räntevapnet kan ha kostat samhälls-ekonomin ett BNP-bortfall på 0,35 procent, motsvarande omkring 5 miljarder kronor. Den samhälls-ekonomiska kostnaden för kursförlusten på de direkta interventionerna på valutamarknaden blev betydligt högre. Beroende på vilka antaganden som görs om Riksbankens motparter i dessa transaktioner (om de var svenska eller utländska) måste förlusterna beräknas till flera tiotals miljarder kronor.

Svaret på min första fråga blir alltså att Riksbanken hanterade kronförsvaret på ett välavvägt sätt fram till november 1992. Därefter åsamkade Riksbanken landet onödiga kostnader genom att överge räntevapnet och i stället intervensera direkt på valutamarknaden. En överraskande slutsats kanske för dem som klagade högeligen över de höga räntornas skadliga effekter, men icke desto mindre resultatet av en seriös kalkyl. Slutsatsen gäller givetvis bara under förutsättning att kronan verkligen *skulle* försvaras fram till

den 19 november. Det för över till nästa fråga kring penningpolitiken under krisen: Borde kronförsvaret ha övergivits tidigare?

På denna punkt har fältet länge varit öppet för glada tyckare i alla läger. De flesta är överens om att kronförsvaret var fel, men de är mindre klara på när den fasta växelkursen i så fall borde ha övergivits. De riktiga matadorerna i branschen brukar anse att kronan borde ha lämnats att flyta redan under det tidiga 1980-talet, så att penningpolitiken hade blivit fri att bromsa den starka kreditexpansionen i samband med avregleringen. Mer försiktiga generaler pekar på den 17 maj 1991, då ju en förändring av växelkurspolitiken faktiskt skedde genom att kronan knöts till ecun.

Gemensamt för dem som anger dessa alternativa tillfällen att överge den fasta växelkursen är att de avstår från att analysera vad som skulle ha hänt i resten av ekonomin om vi då övergått till flytande växelkurs. Eftersom det övriga Europa då levde i en värld med allt fastare växelkurser (på väg mot EMU), skulle ett uppgivande av den fasta växelkursen i Sverige ha framstått som en renodlad ackommodationsåtgärd för att hantera en alltför snabb kostnadsutveckling. Kampen mot inflationen skulle ha betraktats som uppgiven. Ingångsna löneavtal skulle ha rivits upp och ersatts av indexerade. Strävan efter fullt medlemskap i EG skulle ha framstått som tomt prat.

Den enda riktigt realistiska tidpunkten för ett tidigare övergivande av den fasta växelkursen är enligt min mening septemberkrisen 1992. Den 8–16 september skulle vi ha kunnat följa Finlands och Storbritanniens exempel och lämna kronan att flyta. Då skulle vi ha sluppet räntenivåer på 500 procent, och då skulle vi ha undvikit interventioner på valutamarknaden till ett belopp om 160 miljarder kronor. Förbättringen av det relativa kostnadsläget och de lägre räntorna skulle ha kommit ett par månader tidigare och därmed tidigarelagt återhämtningen i ekonomin.

Med vad vi vet i dag om det fortsatta sammanbrottet i det europeiska valutasamarbetet (den 2 augusti 1993 vidgades bandbredden inom ERM till 15 procent – i praktiken flytande kurser) skulle det med rätt stor säkerhet ha varit en bättre strategi att låta kronan flyta i mitten på september 1992. Men det visste vi inte då! Vid den tiden framstod det alltjämt som om det europeiska valutasamarbetet skulle överleva spekulationsvågorna och Sverige hade ju ambi-

tionen att sälla sig till »hårdvalutagruppen«. De tre länder som gav upp kampen i september, Finland, Italien och Storbritannien, var alla kända som »soft currency countries« – länder som inte ogärna löste sina ekonomiska problem med litet extra inflation. Om valutastormarna hade upphört efter september skulle vi ha befunnit oss i valutapolitiskt relativt suspekt sällskap.

Svaret på frågan om kronförsvaret borde ha övergivits tidigare är alltså ja – när vi nu sitter med facit i hand. Genom att släppa kronan i september 1992 skulle vi ha sluppit de sista två månadernas samhällsekonomiskt rätt dyrbara kamp. I en jämförelse med Finland finns det ingenting som tyder på att den svenska penningpolitiken hade högre trovärdighet till följd av att vi förlängde kampen två månader till.⁵ Å andra sidan kan de extra två månadernas kronförsvaret ha givit många av de svenska storföretagen tillfälle att begränsa sin valutaexponering. Förlusterna på växelkursförändringen i november flyttades i så fall över från den privata till den offentliga sektorn, vilket kan ha varit samhällsekonomiskt lönsamt om ett antal stora konkurser därigenom kunde undvikas.

Det för oss fram till den tredje av våra frågor om penningpolitiken i samband med krisen: Bedrevs räntepolitiken på ett väl avvägt sätt efter det att Sverige övergått till flytande växelkurs? Direkt efter övergivandet av den fasta växelkursen sänktes styrräntan från 20 till 12,5 procent, vilket faktiskt var en procentenhet *mer* än dagen innan. Från den nivån inleddes sedan en försiktig neddragning av räntenivån, stundom avbruten av räntehöjningar, när penningpolitikens trovärdighet föreföll att vara i fara. Politiken omgavs av en livlig debatt mellan »ränteduvorna« i näringslivet, som ville att styrräntan skulle sänkas mer aggressivt, och »räntehökarna« kring Riksbanken, som ville slå vakt om den trovärdighet i kampen mot inflationen som byggts upp under kronförsvaret.

Ränteduvorna hävdade dels att styrräntan omedelbart efter kronfallet borde ha satts på en väsentligt lägre nivå, dels att man borde kunna gå fram med fortsatta räntesänkningar i betydligt snabbare takt än vad som skedde. Bank of England hade exempelvis i samband med pundets fall omedelbart justerat ned styrräntan till 10 procent och inom en vecka sänkt den med ytterligare en procentenhet. Det visade att en mer expansiv penningpolitik faktiskt var möjlig.

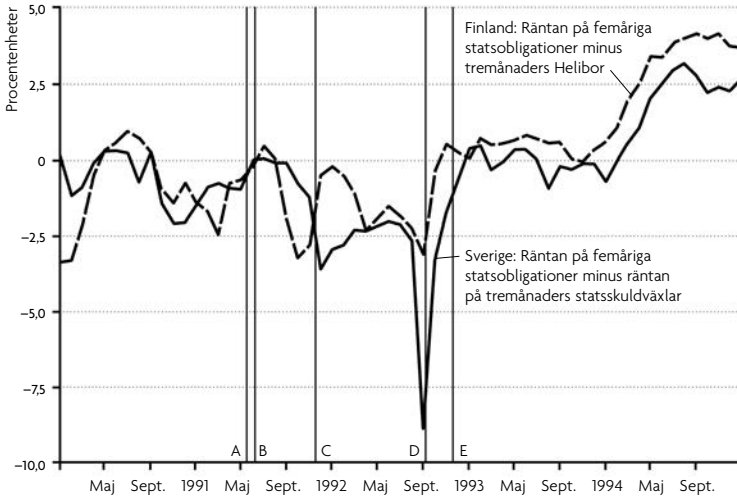
Duvorna angav som stöd för sin ståndpunkt att det nu stod helt klart att den svenska krisen var en skulddeflationskris med starkt nedpressade tillgångsvärden. Lägre räntor skulle inte bara göra skuldbördan lättare att bära, de skulle också resultera i en stabilisering av tillgångsvärdena (inte minst fastighetspriserna), därmed påskynda konsolideringen av balansräkningarna och på så sätt resultera i en stigande privat efterfrågan. Budgetunderskottet skulle därigenom kunna reduceras utan att arbetslösheten ökade. Inte minst skulle lägre räntor och därmed stabiliserade fastighetspriser innebära att det skulle gå fortare och bli mindre smärtsamt att komma ur den finanskris som rasade för fullt, med konkurser och tvångsutförsäljning av panter.

Hökarna i Riksbanken anförde till försvar för den mer försiktiga linjen att styrräntan egentligen är ganska ointressant ur ett kapitalmarknadsperspektiv. Det är de längre räntorna på tre, fem eller tio år som är intressanta för fastighetsvärdena, för kapitalmarknadens stabilitet och för den totala efterfrågan i samhället. Om den korta räntan sänktes för snabbt och växelkursen följde med nedåt skulle inflationsförväntningarna börja stiga och därmed skulle de längre räntorna (som en centralbank inte direkt kan kontrollera) börja röra sig uppåt i stället för nedåt. Denna risk var särskilt stor, menade Riksbanken, i rådande finanspolitiska läge. Det skulle framstå som att staten finansierade det gigantiska budgetunderskottet med sedelpressarna. Först när regering och riksdag fått statsfinanserna under kontroll fanns det enligt hökarna marknadsmässiga förutsättningar för varaktigt lägre räntenivåer

I denna debatt vill jag sälla mig till Riksbankens kritiker. Jag tror att Riksbanksledningen ganska länge satt fast i tänkandet från tiden med fast växelkurs och inte fullt ut insåg möjligheten att genom ganska dramatiska räntesänkningar få med sig hela räntestrukturen nedåt. Genom krisens omfattning och det låga efterfrågetrycket var ju inflationsförväntningarna i stort sett eliminerade ur systemet. Förutsättningar för inflationsdrivande löneökningar förelåg inte heller när arbetslösheten låg kring 10 procent och många arbetsgivare vacklade på ruinens brant.

Kausaliteten mellan räntor och budgetunderskott var därtill omvänd: Så länge räntorna var höga förlängdes finanskrisen och

FIGUR 7. Ränteskillnad mellan långa och korta räntor. Sverige och Finland 1990–1994.



Anm.: A = 17 maj 1991: Svenska kronan knyts till ecu. B = 7 juni 1991: Finska marken knyts till ecu. C = 15 nov. 1991: Finska marken devalveras med 12,3 procent. D = 8 sept. 1992: Finska marken flyter. E = 19 nov. 1992: Svenska kronan flyter.

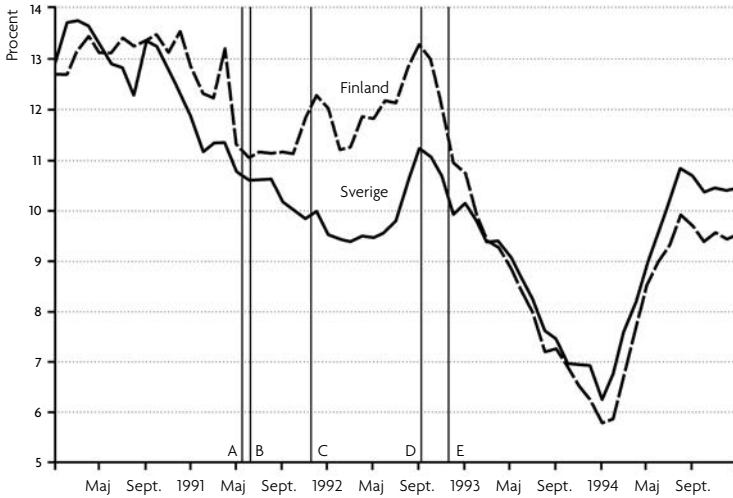
Källa: Jonung, Söderström, Stymne (1996).

staten tvingades gå in med väldiga belopp för att stötta banksystemet. Lägre räntor skulle minska behovet av fortsatt bankstöd och dessutom genom en lägre växelkurs sätta mer fart på exportindustrin med ökad sysselsättning till följd. Även detta skulle göra det lättare att ta ned budgetunderskottet.

Under kronförsvarets mer dramatiska skeden var det ganska självklart att korträntorna var väsentligt högre än långräntorna. Ingen kunde exempelvis förvänta sig att räntenivåer på 75 eller 500 procent skulle hålla i sig i flera år. Avkastningskurvan hade därför en negativ lutning. Men efter kronans fall fanns det utrymme för en mycket mer expansiv penningpolitik, där korträntorna lades väsentligt *under* de långa räntorna och Riksbanken medvetet accepterade en positiv lutning på avkastningskurvan (vilket faktiskt är det normala i långsiktig jämvikt). Inte förrän under 1994 började en sådan situation uppkomma i Sverige likaväl som i Finland, och då till följd av att de långa räntorna hade börjat stiga (figur 7).

Finlands penningpolitik var endast marginellt mer expansiv än

FIGUR 8. Räntor på femåriga statsobligationer. Sverige och Finland 1990-1994.



Anm.: A = 17 maj 1991: Svenska kronan knyts till ecu. B = 7 juni 1991: Finska marken knyts till ecu. C = 15 nov. 1991: Finska marken devalveras med 12,3 procent. D = 8 sept. 1992: Finska marken flyter. E = 19 nov. 1992: Svenska kronan flyter.

Källa: Jonung, Söderström, Stymne (1996).

den svenska. Men i Sverige fanns knappast samma problem som i Finland beträffande sambandet mellan räntor och växelkurs. Det stora hindret mot en mer expansiv penningpolitik i Finland var de stora utlandslånen i det finska näringslivet. Många av dessa lån hade soliditetsklausuler, dvs. lånen förföll till omedelbar betalning om soliditeten hos låntagaren föll under en viss nivå. Om den finska korträntan sänktes kraftigt fick detta naturligen till följd att även växelkursen föll ytterligare (efter att redan ha fallit med 30 procent sedan devalveringen i november 1991). Därmed skulle utlandslånen komma att utgöra en så stor post i de finska företagens balansräkningar att de förföll till betalning. Finlands Bank tvingades därför hela tiden snegla på växelkurseffekterna av penningpolitiken, men vågade sig ändå på att ta större risker än den svenska Riksbanken. Det gav utdelning: den finska femårsräntan, som i september 1992 låg på 13 procent, två hela procentenheter över den svenska, var i mars 1993 nere på 9,5 procent, samma nivå som i Sverige (figur 8).

En mer aggressivt expansiv penningpolitik tror jag alltså skulle

ha betalat sig i Sverige, och kanske även räddat en och annan låntagare och rentav något finansinstitut från fallissemang. Den kan ju också sägas ha möjliggjorts av de två extra månadernas kronförsvaret då det svenska näringslivet fick tillfälle att reducera sin valutaexponering. Men, märk väl, även detta är lätt att hävda nu när vi sitter med facit i hand. Vi visste inte då att 1990-talet skulle bli i det närmaste kemiskt fritt från inflation och att räntorna i världsekonomin vid ingången till 2000-talet skulle ligga strax över noll procent.

Synpunkter på finanspolitiken under krisen

Möjligheten att föra en rimlig penningpolitik är naturligtvis i hög grad avhängig av finanspolitikens utformning. Om statens lånebehov är stort och måste tränga undan andra lån på marknaden driver detta fram högre räntor. Riksbanken lade i hög grad skulden för ränteläget på regeringen och det exploderande budgetunderskottet. Den fick rejält eldunderstöd av representanter för Internationella valutafonden, som besökte Sverige med jämna mellanrum. De ställde krav på en rejäl finanspolitisk åtstramning. Och regeringen tog fogligt på sig skulden för de väldiga underskotten, som om de skulle ha skapats av oansvariga utgiftsökningar eller ofinansierade skattesänkningar.

Men även här var analysen fel. Budgetunderskotten var i allt väsentligt en passiv återspeglning av den dramatiska nedgång i den inhemska privata efterfrågan, som fallet i tillgångspriserna hade skapat. När efterfrågan går ned faller produktion och sysselsättning. Det ger lägre skatteintäkter samtidigt som kostnaderna för arbetslösheten stiger. Ovanpå detta kom i det här fallet statens ansvar för det finansiella systemet, där man tvingades gå in med stora belopp för att stärka bankernas kapitalbas.

I ett ytterligare avseende berodde faktiskt budgetunderskottet på en diskretionär åtgärd. Det var en viss oavsiktlig underfinansiering av »århundradets skattereform«. Sänkningen av inkomstskatten visade sig inte till fullo bli kompenserad av höjningen av de indirekta skatterna. Men enligt min mening var detta en sinkadus som bidrog till att mildra krisen, och som var en viktig faktor bakom det förhållandet att nedgången inte blev lika djup i Sverige som i Finland. Mellan 1990 och 1993 steg hushållens disponibla inkom-

ter med 3,5 procent, trots att faktorinkomsterna (löner och kapitalinkomster före skatt) föll med omkring 10 procent. I Finland däremot föll de disponibla inkomsterna under samma period med 7,5 procent. Utan underfinansieringen av skattereformen skulle sannolikt de svenska disponibla inkomsterna också ha fallit och därmed gjort nedgången i den totala efterfrågan ännu brantare.

Men huvudsakligen var alltså budgetunderskottet bara en spegelbild av nedgången i efterfrågan genom s.k. automatiska stabilisatorer. Jag har på annat håll⁶ beräknat att fallet i tillgångsvärdena skapade ett »hål« i den svenska privata sektorns balansräkningar på upp emot 1 000 miljarder kronor. Den privata sektorn försökte ta igen denna förlust genom ett finansiellt sparande (minskad konsumtion och investeringar vid givna inkomster) på sammanlagt nära 800 miljarder kronor under perioden 1991–1997. Innan den lägre växelkursen satt fart på efterfrågan var det då nödvändigt att låta den offentliga sektorn spä på den inhemska efterfrågan med ungefär motsvarande belopp för att inte produktion och sysselsättning skulle kollapsa totalt och ekonomin fastna i en depressiv spiral. Det kom till stånd genom minskade skatteintäkter och ökade offentliga utgifter till följd av den ekonomiska nedgången och finanskrisen. Det totala underskottet i den konsoliderade offentliga sektorns samlade finanser summerade under samma period till nära 700 miljarder kronor (tabell 1).

Det här betyder att de stora budgetunderskotten var en rent inhemsk affär, där den privata sektorn, som behövde bygga upp sin finansiella förmögenhet, skickade sitt sparandeöverskott till den offentliga sektorn. Budgetunderskotten finansierades alltså (netto) med råge inom landet. Allt tal om att Sverige höll på att hamna »i händerna på utländska bankirer« var gripet helt ur luften. Av tabell 1 framgår att det svenska folkhushållet i stället var en betydande nettolångivare gentemot utlandet sett över perioden 1991–1997 som helhet, trots de väldiga budgetunderskotten.

Ur finansiellt perspektiv kan man betrakta det så att den privata sektorns överskudsättning temporärt flyttades över till den offentliga sektorn innan landet som helhet kunde konsolidera sin sammanlagda balansräkning genom varaktiga överskott i bytesbalansen. Något lättsinnigt har jag beskrivit det så att en överskudsatt äkta make temporärt kanske kan klara sina

VAD KAN VI LÄRA AV KRASCHEN?

TABELL 1. *Finansiellt sparande i privat och offentlig sektor 1990–98. Miljarder kronor.*

ÅR	PRIVAT	OFFENTLIG	BYTESBALANS
(1990	-112	59	-54)
1991	44	-28	17
1992	101	-128	-27
1993	159	-145	14
1994	166	-176	-10
1995	142	-145	-3
1996	157	-52	105
1997	15	-15	0
(1998	-17	48	31)
Σ 1991–1997	784	-689	96

Källa: SBC Finansräkenskaper 1970–2003.

Anm.: Statistiken har reviderats sedan motsvarande tabell i Söderström (1995), som byggde på nationalräkenskaperna. Finansiellt sparande enligt finansräkenskaperna skiljer sig enskilda år avsevärt från finansiellt sparande enligt nationalräkenskaperna. För perioden 1991–1997 som helhet blir dock avvikelserna försumbara.

betalningssvårigheter genom att låna av sin fru innan hushållet som helhet tar itu med sin soliditetssituation. Långgivaren till hushållet brukar inte bry sig om ifall herrn lånar av frun eller vice versa. Lika lite fanns det anledning för utlandet att bry sig som att den svenska offentliga sektorn lånade av den svenska privata sektorn. Det var en rent inhemsk affär som hindrade oss från att sjunka djupare ned i depressionsträsket.

Det betyder att finanspolitiken med sina väldiga budgetunderskott enligt min mening hanterade krisen på ett rimligt sätt. Försök att föra en stramare finanspolitik skulle knappast ha resulterat i väsentligt lägre budgetunderskott. Däremot skulle det ha gjort krisen djupare, det har vi Finland som exempel på. Problemet var möjligen att Finansdepartementet med den ståndaktiga tennsoldaten Wibble vid rodret faktiskt *försökte* driva en stramare finanspolitik – ivrigt påhejad av övriga regeringen, Riksbanken och representanterna för Internationella valutafonden. De senare spelade i detta sammanhang en mindre gloriös roll som förespråkare av en kraftig finanspolitisk åtstramning just när ekonomin befann sig i fritt fall.

En stark statsfinansiell position är något som är värdefullt att ha när statsfinanserna behövs för stabilisera samhällsekonomin. Inte

nödvändigtvis genom en diskretionär finanspolitisk expansion, men åtminstone genom att man inte behöver hindra de automatiska stabilisatorerna från att verka. Finland hade bland de starkaste statsfinanserna i västvärlden omedelbart före krisen. Så sent som 1994 var den offentliga nettoskulden fortfarande negativ (den offentliga sektorn hade en finansiell nettofordran på den privata sektorn och omvärlden). Ändå prioriterade man finanspolitiska åtgärder för att hålla budgetunderskottet nere framför åtgärder som kunde stabilisera produktion och sysselsättning. Logiken är sannolikt begriplig endast för den som förstår njutningen i att piska sig själv med björkris i bastun.

Vad kunde ha gjorts bättre under 1980-talet?

När vi ändå är sysselsatta med att skriva om historien kan vi gå ytterligare tillbaka i tiden och fråga oss om krisen hade kunnat förebyggas genom en annan ekonomisk politik under 1980-talet. Självklart hade den kunnat göra det i den triviala bemärkelse som diskuterats ovan. Inte minst brukar de snusförnuftiga understryka att en stramare finanspolitik skulle ha kunnat motverka de expansiva effekterna av den kreditexpansion som följde i avregleringens kölvatten. Men detta var ju något som i högsta grad observerades och diskuterades redan då. Vi tvingas konstatera att det inte gick att få parlamentarisk majoritet för ett finanspolitiskt åtstramningspaket. Skulden för detta kan de partipolitiskt och historiskt intresserade fördela efter eget skön.

Däremot finns det förstås även andra saker som kunde ha hantearats bättre på 1980-talet. Avregleringen av kreditmarknaden brukar pekas ut som syndabock, men den var ju faktiskt nödvändig för att hantera den växande statsskulden, klara näringslivets kapitalförsörjning, för att Sverige skulle kunna integreras i världsekonomin och för att det svenska näringslivet skulle kunna fortsätta att operera från inhemsk bas. Möjligen kan man beklaga att den inte genomfördes redan på 1970-talet. Empirisk forskning har dessutom kommit till slutsatsen att det *inte* var avregleringen på kreditmarknaden som var den utlösande faktorn bakom den våldsamma uppgången i tillgångspriserna under 1980-talet.⁷ (Däremot kan den ha förstärkt uppgången när den väl kom igång.)

En del av dem som accepterar att avregleringen av kreditmarknaden var oundviklig menar å andra sidan att den borde ha genomförts i en annan ordning. Problemet var, menar de, att den inhemska marknaden avreglerades först utan att kapitalflödena till och från utlandet blev fria. Detta skapade ett drivhusklimat inom landet när lånemöjligheterna växte men utländska placeringsobjekt inte fick konkurrera med de svenska. Observationen är korrekt, men man ska ha klart för sig att det enda alternativet till en gradvis avreglering i den ordning den genomfördes i Sverige är en »Big bang« av Thatchersk modell, där all reglering avskaffas samtidigt över natten.

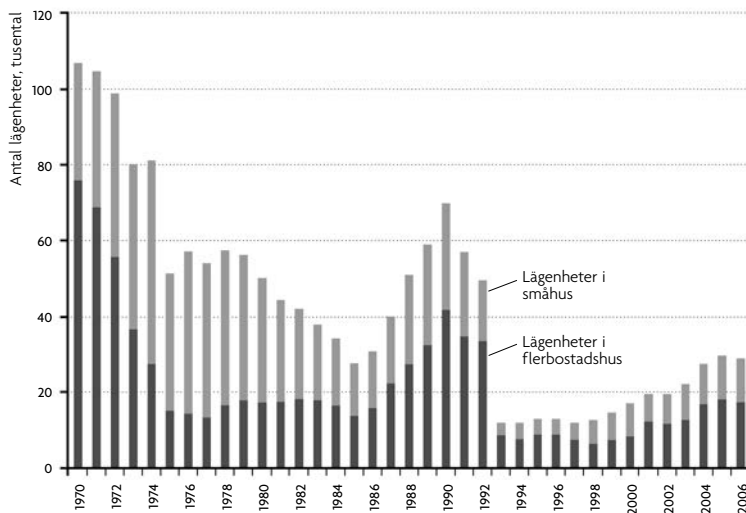
I samma ögonblick som långgivare och låntagare får tillgång till den internationella kreditmarknaden blir ju nämligen reglering av den inhemska marknaden meningslös. Sverige hade ingen Thatcher men däremot en Bengt Dennis och en Kjell-Olof Feldt som med en kombination av viljestyrka, ekonomisk klarsyn och politisk gångbarhet kunde driva igenom en gradvis avreglering utan att det stötte på politisk patrull. »Gör som ni vill, jag begriper ändå ingenting,« sade Palme.⁸ Alldeles säkert skulle det ha blivit tvärstopp om Palme hade konfronterats med mer drakoniska avregleringsförslag, som hade placerat honom i »Thatcherburen«.

Bostadspolitiken

En kraftigt bidragande faktor till det dramatiska krisförloppet i Sverige, som enligt min mening observerats alldeles för litet, är det förhållandet att bostadspolitiken förblev oförändrad ända fram till dess att krisen brutit ut. Det innebar att takten i bostadsbyggandet, som börjat falla från över 100 000 lägenheter per år i början av 1970-talet, och var nere på 30 000 lägenheter 1985, på nytt steg från mitten på 1980-talet och 1990 nådde en nivå på 70 000 lägenheter (figur 9). Fallhöjden ned till krisnivån på c:a 10 000 lägenheter blev därför väsentligt större än vad den skulle ha blivit om en avveckling av bostadssubventionerna hade inletts redan under tidigt 1980-tal.

När det nu inte gick att få parlamentarisk majoritet kring en stramare finanspolitik under 1980-talet borde det ha varit naturligt för regeringen (och – för all del – oppositionen) att söka andra sätt att begränsa den inhemska efterfrågan. Bostadssubventionssystem-

FIGUR 9. Påbörjade nybyggnationer av bostäder.



Källa: Prop 2004/05:100 Bilaga 1 Svensk ekonomi.

met borde då omedelbart ha kommit i blickpunkten, särskilt efter det att bostadsbyggandet åter hade börjat stiga. Formerna för bostadssubventioner hade sedan länge tjänat ut sin roll. Stellan Lundström pekar i sitt kapitel i denna bok på räntesubventionerna och kommunernas borgensåtaganden. Särskilt räntesubventionerna fick i ett höginflationssamhälle helt barocka effekter som aldrig varit avsedda.

Omedelbart efter superdevalveringen 1982 som gav en kraftig skjuts åt den utlandskonkurrerande sektorn borde en omfattande reformering av bostadsstödssystemet ha annonserats. Även om utformning och genomförande av reformerna skulle ha tagit tid, skulle dock själva annonseringen av att systemet skulle förändras ha haft en återhållande effekt på bostadsbyggandet.⁹ Byggsektorn skulle därmed ha fått en jämnare utveckling än den berg-och-dalbana som kraftigt förstärkte krisen.

Skattepolitiken

Omläggningen av skattesystemet 1990–1991 spelade helt klart en viktig bidragande roll i krisförloppet. Genom att avdragsrätten för

utgiftsräntor 1990–1991 sänktes från 50 (efter »den underbara natten«) till 30 procent (efter »århundradets skattereform«) steg kapitalkostnaden efter skatt med hela 40 procent vid given räntenivå. Det gav en kraftig extra chockeffekt vid en redan stigande räntenivå.

Många efterkloka har hävdats att skattereformen borde ha genomförts före avregleringen av kreditmarknaden. En av de få som redan vid den tid det begav sig hade denna insikt var Lars Wohlin, statssekreterare i dåvarande Ekonomidepartementet 1976–1979 och Riksbankschef 1979–1982. Som bekant blev han som riksbankschef mäkta impopulär i näringslivet när han envist vägrade att avveckla de kvantitativa regleringarna på kreditmarknaden och övergå till en mer marknadsmässig räntestyrning i penningpolitiken. Få erinrar sig att han faktiskt hade starka ekonomiska argument för sin ståndpunkt. Wohlin menade nämligen att så länge hushållen hade sina avdragsmöjligheter, jordbruket sina subventioner och bostadssektorn sitt omfattande stöd så var det egentligen bara den utlandskonkurrerande delen av näringslivet som skulle drabbas av en penningpolitisk åtstramning med ränteinstrumentet. Ståndpunkten kan diskuteras, men den var i alla fall ett argument för att genomföra en avreglering av kreditmarknaden först efter det att skatteavdragen och räntesubventionerna begränsats.

Den politiska verkligheten var dock sådan att det blev möjligt att smyga igenom den finansiella avregleringen innan tiden var mogen för den stora skattereformen. Däremot kan man fundera över om inte skattereformen borde ha fasats in litet mera gradvis. När vi i SNS Konjunkturråd 1986 föreslog en motsvarande skattereform oroade vi oss mycket för hur den skulle slå på fastighetsvärdena och hushållens förmögenhetssituation. Vi föreslog därför en övergångstid till det nya skattesystemet på hela elva år.¹⁰ Det var kanske politiskt naivt, det också, men det gav ändå en indikation om hur vi ekonomer uppfattade den potentiella störning på den reala ekonomin som skulle kunna uppkomma av så pass kraftiga förändringar i skattesystemet. Det har alltid förvånat mig att inkomstskatteutredningen, vars huvudsekreterare också var upphovsman till Konjunkturrådets skattekapitel, inte lyfte fram denna viktiga ståndpunkt. Men även här tog väl den politiska realismen överhanden.

Kunde avvecklingen av finanskrisen ha hanterats bättre?

Mycket av den kritik som riktats mot den svenska krishanteringens har avsett att näringsidkare, fastighetsägare och andra stora låntagare, som blev privatekonomiskt drabbade av realräntechocken, utsattes för onödigt stora förluster genom att staten (Riksbanken, Bankinspektionen, Bankstödsnämnden, Securum, Retriva etc.) gick alltför hårt fram mot nödlidande krediter och därigenom tvingade fram konkurser där finansiella rekonstruktioner i stället skulle ha varit möjliga. Detta är en viktig frågeställning. De privatekonomiska förluster som uppstår vid en konkurs innebär ur samhällsekonomisk synvinkel inte bara en omfördelning av tillgångar i ekonomin. Konkursen kan också innebära skingrande av organisatoriskt kapital, informationsförluster och slutet på ett antal produktiva implicita kontrakt. Därför är omfattningen av konkurserna också en samhällsekonomisk frågeställning som sträcker sig utöver den privatekonomiska förlusten.

Frågeställningen om statens hårdhet mot pressade gäldenärer berör olika nivåer i den ekonomiska politiken. På den mest generella nivån har vi tidigare konstaterat att staten genom en extremt expansiv finanspolitik tog på sig ett mycket stort ansvar för att hjälpa den privata sektorn att komma ur sin överbelåning utan att den inhemska efterfrågan drabbades av en alltför våldsam nedgång. Vi har också noterat att Riksbanken genom det ihärdiga kronförsvaret hjälpte många inhemska gäldenärer med stora utlandsskulder att komma ur dessa utan stora kursförluster. Staten tog också genom Bankstödsnämnden på sig ansvaret för att kreditsystemet skulle fortsätta att fungera trots att vissa banker förlorat hela sitt egna kapital.

På en något mindre övergripande nivå kan man fråga sig om staten borde ha gått mjukare fram mot de enskilda banker som kom att underskrida de stipulerade kapitalkraven när kreditförlusterna växte. Det sänkades inte förslag i den riktningen. Olof Sjöström, tidigare finansdirektör i Volvo och chef för Östgötabanken, föreslog att de fastigheter som fanns i pant för lånen inte strikt skulle värderas till dagens nedpressade marknadspris utan till ett mer långsiktigt beräknat jämviktspris. På så sätt skulle kapitalkraven kunna uppfyllas och tvångsförsäljningar undvikas. Chefen för Gotabanken, Gabriel

Urwitz, föreslog en bokföringsmässig konstruktion med en slags omvänd kreditförsäkring, där ersättningarna skulle betalas ut under den akuta krisen och premierna erläggas i ett senare skede, när krisen var överstånden.

Gemensamt för alla dessa förslag var att staten skulle medverka till att dra en barmhärtighetens slöja över bankernas bristfälliga kapitalbas och töja på regelverket, så att även de värst drabbade bankerna skulle kunna överleva krisen i privata händer i stället för att övergå i statlig ägo när det egna kapitalet var förbrukat. Det skulle i sin tur ha gjort det möjligt för bankerna att gå litet mjukare fram mot sina gäldenärer. Kapitalkraven var visserligen resultatet av internationella överenskommelser, men bland annat Japan hade ju visat att ett land de facto kunde ta saken i egna händer när regelverket kom i konflikt med nationella intressen.

Sverige valde dock att gå den hårda vägen och tvingade därigenom bankerna att gå hårt fram mot sina låntagare. För ett litet land som Sverige hade det knappast varit möjligt att töja på det internationella regelverket för bankernas kapitalbas utan att de svenska bankernas tillträde till den internationella kapitalmarknaden hade blockerats. Det skulle ha inneburit en finansiell katastrof för Sverige. Japan hade visserligen andra förutsättningar att ta det internationella regelverket i egna händer. Men den japanska krisen har nu pågått i femton år utan att egentligen en långsiktig lösning kunnat finnas. Den stora snöbollen av nödlidande krediter rullas fortfarande framåt. Den svenska krishanteringsmodellen, som bygger på transparens, tydlighet och konsekvens, har däremot blivit ett internationellt föredöme. Det förtjänar att noteras att arkitekten bakom denna politik, dåvarande finansrådet Stefan Ingves, sedermera blivit befordrad till riksbankschef efter en lång period som Internationella Valutafondens högste hanterare av nationella finansiella kriser.

Slutligen kommer då frågan på mikronivån om avvecklingsbolaget Securum gick alltför hårdhänt fram i avvecklingen av problemkrediter och därigenom tvingade fram onödiga konkurser. Inte heller det är någon liten fråga. Securum övertog från Nordbanken en portfölj med omkring 3 000 nödlidande krediter härrörande från 1 274 bolag. Det bokförda värdet på portföljen uppgick till ungefär 50 miljarder kronor. Vid tillkomsten av Securum förutsågs

en avvecklingstid av upp emot 15 år, och företaget kapitaliserades med hänsyn till det: tillsammans med systerbolaget Retriva tilldelades det ett eget kapital på 27,8 miljarder kronor, ett belopp som i sin helhet beräknades bli förbrukat under projektets löptid.

Men processen blev betydligt snabbare och billigare (för staten) än vad som förutsatts. Koncernen var avvecklad vid halvårsskiftet 1997 – mindre än fem år efter tillkomsten. Och av det egna kapitalet kunde då nära nog exakt hälften återbetalas till staten. Företagsledningen förklarade stolt: »Skattebetalarnas kostnad för finanskrisen har därigenom blivit väsentligt lägre än vad som förväntades när krisen pågick som intensivast.» (Citatet hämtat från Bergström m.fl., s. 209.) Då hade man ändå inte räknat statens kvarvarande ägande i Nordbanken, ett ägande som värdemässigt utvecklats mycket gynnsamt därefter.

Frågan är då: Tillkom denna besparing för skattebetalarna på bekostnad av gäldenärerna till Securum? Borde fler av dem ha fått behålla sina överbelånade tillgångar medan Securum inväntade en återhämtning på fastighetsmarknaden? Var det i själva verket så att de anställda i Securum genom stora bonusprogram tjänade grova pengar på att sätta hårt trängda gäldenärer i konkurs och slumpa ut deras tillgångar till bottenpriser? Frågorna har ställts och kommer säkert att fortsätta ställas så länge några av de drabbade finns kvar.

Så vitt jag kan förstå har vi emellertid fått tämligen entydiga svar på dessa frågor genom en SNS-studie där tre professorer på ett mycket ambitiöst sätt försökt att gå till botten med problemen.¹¹ Jag kan inte annat än här redovisa deras slutsatser, som jag inte ser någon anledning att ifrågasätta.

Det fanns mycket riktigt bonusprogram i Securum, som påskyndade hanteringen av problemkrediterna, och som kan ha givit incitament att avveckla engagemangen snabbare än vad som var önskvärt ur gäldenärernas synvinkel. Men Securum var en projektorganisation med begränsad livslängd, och det skulle ha varit omöjligt att attrahera finansiell kompetens om man inte hade kunnat kompensera den tidsbegränsade anställningen med någon ekonomisk favorit. Frågan är om någon skulle ha tjänat på att Securum inte hade fått möjlighet att dra till sig den kompetens som verksamheten krävde.

Vad sedan beträffar frågan om onödiga konkurser, måste man

komma ihåg att över 50 procent av bolagen i Securums portfölj hade försatts i konkurs redan före överföringstillfället. Av de 790 svenska aktiebolag som fanns i Securums kundregister försattes totalt 70 procent i konkurs eller likviderades. Det kan låta som en hög siffra, men den måste givetvis sättas i relation till kvaliteten på de engagemang som Securum hade att hantera. Det finns beräkningsmodeller som sätter sannolikheten för konkurs i relation till företagets räntabilitet, skuldsättningsgrad, osv. Enligt sådana beräkningsmodeller var sannolikheten för obestånd för det typiska Securumföretaget över 90 procent. I förhållande till den siffran kan 70 procent framstå som en låg andel.

Ändå finner professorerna bakom SNS-studien att de företag som en gång hamnat i Securums portfölj faktiskt löpte en högre risk för konkurs än andra företag med likartad lönsamhet och finansiell situation. Det kan delvis ha berott på att Securums handläggare gick relativt summariskt tillväga och dömde ut företag med dålig lönsamhet, obetalda räntor, låg räntetäckningsgrad, hög skuldsättning och som dessutom saknade »track record«. Men det kan också ha berott på att Nordbanken valde att till Securum överföra just de engagemang som banken själv inte trodde hade några framtidsutsikter. Om det fanns en företagsledning som man trodde skulle reda ut problemen behöll man engagemanget i egen portfölj. Det går alltså inte att belägga någon systematisk »misshandel« av de låntagare som fastnade i den stora skuldeflationskrisen.

Slutsatser

Om vi sålunda skulle försöka att summera det hela så blir min dom över krisen och den ekonomisk-politiska hanteringen av den ganska mild.

Även om vi lär oss en del av de ekonomiska kriser vi själva och andra länder går igenom så ska vi inte räkna med att vi helt och hållet ska kunna undvika dem. Kriser uppkommer mer eller mindre definitionsmässigt genom att spänningar som byggts upp i ekonomin får en upplösning som ekonomins aktörer och den ekonomiska politiken inte räknat med.

Långa perioder utan kriser innebär att krisberedskapen i ekonomin avtar både i den privata och offentliga sektorn. I den privata

sektorn sker detta genom att företag och hushåll med större reserver för obehagliga överraskningar gradvis slås ut av sådana med mindre reserver, som under den krisfria epoken visar sig mer konkurrenskraftiga. I den offentliga sektorn sker det på motsvarande sätt genom att ekonomisk-politiska program med lägre krisberedskap och högre risk går segrande ur den politiska striden när krisen ter sig avlägsen. På så sätt kommer varje krisfri period att bädda för en ny kris.

Det är många inslag i 1980-talets politik som fått skulden för 1990-talskrisen i den svenska ekonomin. Oförmågan att kontrollera den kraftiga kreditexpansionen i samband med avregleringen på kreditmarknaden, oförmågan att strama åt finanspolitiken när konjunkturutvecklingen närmade sig överhettning och överraskningsmomentet i den stora skattereformen är de vanligaste syndabockarna. De bär nog alla sin del av ansvaret. Till dessa vill jag dock även lägga oförmågan/oviljan att reformera bostadspolitikerna när den ekonomisk-politiska strategin 1982 koncentrerades på en expansion av den konkurrensutsatta sektorn. Enligt min mening bar den fortsatta subventioneringen av bostadssektorn under 1980-talet ett huvudansvar för att nedgången i ekonomin i början av 1990-talet blev så brant som den blev.

Däremot tar jag kraftigt avstånd från dem som menar att krisen hade kunnat förebyggas genom en övergång till flytande växelkurs mitt under brinnande överhettning. En signal om att den fasta växelkursen övergivits skulle ha utlöst ett kaos i den svenska stabiliseringspolitiken. Avtalsrörelserna skulle ha blivit en mardröm, särskilt om man tar för givet att det var politiskt omöjligt att strama åt finanspolitiken. Det är naivt att tro att en stram penningpolitik med flytande växelkurs skulle ha kunnat leda till en appreciering av kronan som skulle ha kylt ned ekonomin. Istället skulle kostnadsinflationen ha accelererat och inneburit en depreciering av kronan med ständigt nya kompensationskrav som följd. Krisen skulle ha blivit annorlunda, men likafullt en fullfjädrad kris.

När sedan deflationskrisen var ett faktum kan man naturligtvis diskutera hur länge det var rimligt att upprätthålla kronförsvaret. Med facit i hand är det min bestämda uppfattning att rätt tillfälle att låta kronan flyta skulle ha varit under valutakrisen i början på sep-

tember 1992. Den kamp som fördes därefter fram till kronans fall den 19 november var inte bara futil utan därtill samhällsekonomiskt kostsam. Men även på den punkten måste domen bli mild: det var inte lätt att veta i september att kampen var dömd att misslyckas, och vi kan därtill känna oss rätt säkra på att de extra månaderna med fast växelkurs gav ett antal svenska företag respit att lägga om sina utlandslån, vilket räddade dem från stora valutaförluster.

Vad gäller finanspolitiken under krisförloppet har jag fortfarande inte sett något bärande argument emot min långvariga ståndpunkt att de mycket stora budgetunderskotten var nödvändiga för att överbrygga det temporära efterfrågebortfall som skapades av den kraftiga ökningen av det privata finansiella sparandet. Tids nog skulle deprecieringen av kronan ge en injektion av efterfrågestimulans från utlandet som kunde stabilisera produktion och sysselsättning. Men det fanns ingen anledning att skicka ut hundratusentals människor i arbetslöshet i väntan på detta. Finanspolitiken måste i det korta perspektivet ta ett huvudansvar för att den inhemska efterfrågan inte föll alltför brant när den privata sektorn snabbt försökte ta sig ur sin överskuldssättning.

Vad vi lärt av krisen i detta avseende är väl att stabila statsfinanser i utgångsläget är en tillgång när krisen kommer. Men man måste då också ha förstånd att utnyttja den fördelen för att mildra krisen genom en kraftigt expansiv finanspolitik under själva krisförloppet. Här är jag kritisk mot den finska politiken som trots goda statsfinansiella förutsättningar att lindra krisen ändå lät de svagaste grupperna på arbetsmarknaden bära en orimligt stor del av anpassningsbördan. Den kritik man kan rikta mot den svenska finanspolitiken under krisen är möjligen att den kunde ha varit mer aktivt istället för passivt expansiv. Skattesänkningar skulle ha varit bättre än den hejdlösa utgiftsexpansionen. Men det är kanske mycket begärt av en finansminister att iskallt kunna proklamera krisbekämpning genom skattesänkningar när budgetunderskottet håller på att växa en över huvudet.

Det finns större anledning att vara kritisk mot den penningpolitik som fördes i Sverige efter kronans fall. Riksbanksledningen satt naturligt nog fast i de synsätt och den retorik som blivit färgad av målet att till varje pris upprätthålla den fasta växelkursen som styrå-

ra i penningpolitiken. Det naturliga skulle nog därför ha varit att regimen Dennis hade lämnat Riksbanken i samband med kronans fall och efterträtts av en ny Riksbanksledning med bättre förankring i den syn på krisen som gradvis vuxit fram inom Finansdepartementet. Det hade kunnat bereda väg för en ny, mer expansiv, inriktning av penningpolitiken, som väsentligt skulle ha kunnat mildra och förkorta krisen utan att den långsiktiga trovärdigheten i inflationsbekämpningen hade behövt bli ifrågasatt. Men detta är naturligtvis lättare att säga nu i efterhand när vi vet att det var deflation, inte inflation, som blev 1990-talets stora stabiliseringspolitiska problem.

Med en betydligt stramare ekonomisk politik under 1980-talet, med ett något mindre utdraget kronförsvar och med snabbare lättnader i penningpolitiken efter övergången till flytande växelkurs skulle med all sannolikhet den finansiella krisen i Sverige ha blivit väsentligt mindre till sin omfattning. Men givet att finanskrisen fick den omfattning den fick är det svårt att ens i efterhand vara kritisk mot hur den hanterades. Saneringen och rekonstruktionen av vårt finansiella system har ju blivit något av ett föredöme för andra länder med sin tonvikt på transparens och tydlig ansvarsfördelning mellan privat och offentlig sektor.

Självklart finns det många som i den summariska avvecklingen av nödlidande fordringar känt sig orättvist drabbade. Men de glömmar lätt att krediterna ofta ursprungligen givits på ett lika summariskt sätt. Lärdomen från krisen i detta avseende blir därför att stora förmögenheter förloras genom precis samma process som de skapas. I bägge fallen är det kreditgivaren som har sista ordet.

Så var det även för huvudpersonen i Fritjof Nilsson Piratens »Millionären«. »[Hans] förmögenhet låg i skillnaden mellan enorma tillgångar ... och enorma skulder«.

1918 – när värdet av tillgångarna växte snabbare än skulderna – var det ingen hejd på hans framgångar. Vid hans stambord på Kramer och Savoy »... smällde korkarna, man drack de bästa viner och valde maten kräset à la carte. ... Livet var ett enda leende – eller kanske ett gapskratt«.

Efter krisen 1920–1921 – när förhållandet mellan tillgångar och skulder blivit det motsatta – vissnade han bort på sitt överinteckna-

de gods, »en trött, missmodig och i grund ruinerad man i den yngre medel-åldern«.

Noter

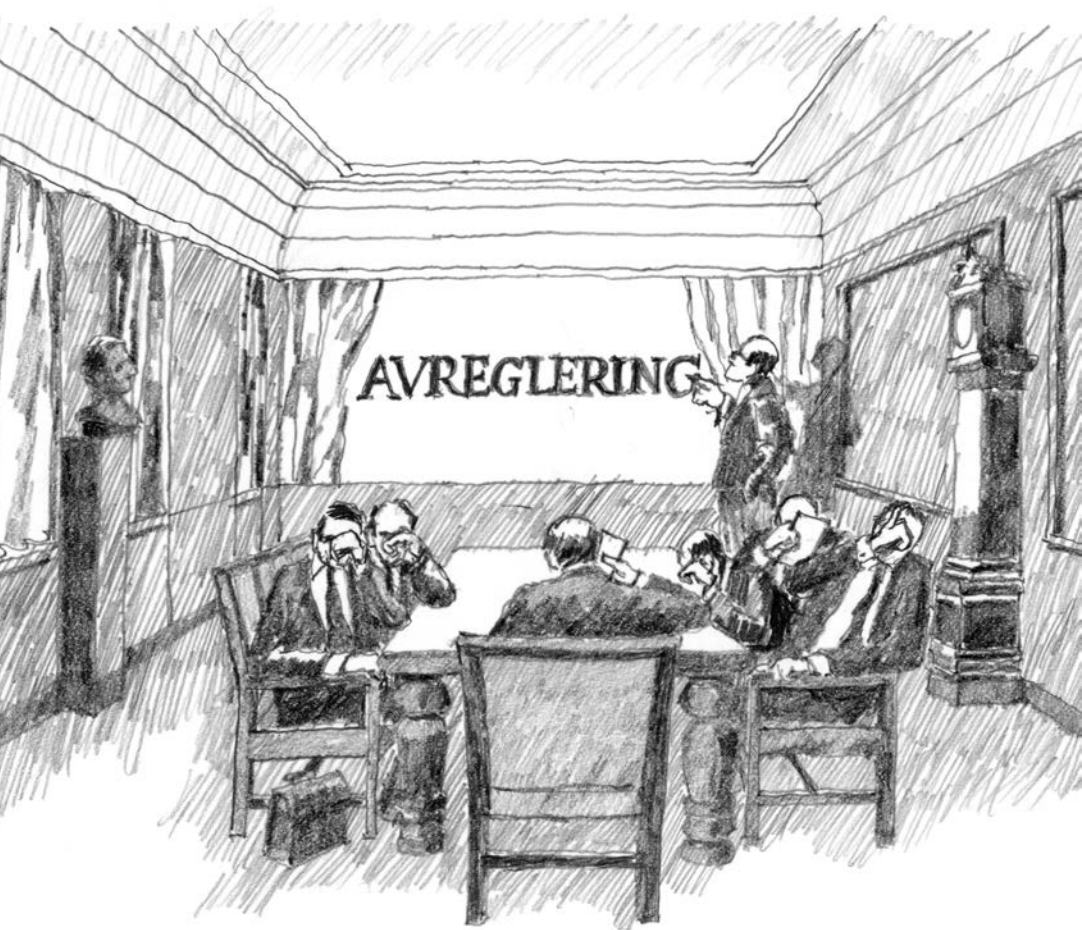
1. Jag vill tacka Peter Englund, Reinhold Gustafsson, Lars Jonung, Nils-Eric Sandberg, Stefan Sandström och Erik Åsbrink för konstruktiva synpunkter på tidigare versioner av detta kapitel. Alla kvarstående fel och oklarheter bär jag ensam ansvaret för.
2. Fisher koncentrerar sin analys på nedgångsfasen, se Söderström (1993).
3. Bergström m.fl. (2002) s. 19.
4. Lundgren-Söderström (1995).
5. Lundgren-Söderström (1995) s. 209–212.
6. Söderström (1995).
7. Englund (1999) s. 88–89.
8. Feldt (1991) s. 260
9. Som en randanmärkning till Stellan Lundströms kapitel i denna bok vill jag dock lägga ett visst ansvar på kåren av fastighetsmäklare, som ända fram till 1990 fortsatte att presentera boendekostnadskalkyler baserade på historisk inflation och det gamla skattesystemet. Jag var själv ute på fastighetsmarknaden under de sista åren på 1980-talet. Vid mina påpekanden att finansministern annonserat en kamp mot inflationen och att skattesystemet höll på att reformeras fäste mäklarna inget avseende. Mäklare och fastighetsvärderare gav inte bara »ortens pris« baserat på jämförbara objekt i samma område. De gav också »dagens pris« baserat på rådande tillväxt- och inflationstakt, och gällande skatte- och subventionssystem. Det vore ett rimligt krav på boendekostnadskalkyler att de ska innehålla en känslighetsanalys för förändringar i sådana parametrar.
10. Söderström m.fl. (1986).
11. Bergström m.fl. (2002).

Referenser

- Bergström, C., P. Englund och P. Thorell, (2002), *Securum & vägen ut ur bankkrisen*, SNS Förlag.
- Bäckström, U., (1993), »Tillgångspriser och stabiliseringspolitik«, *Ekonomisk Debatt*, årg. 21, nr. 5, s. 451–464.
- Englund, P., (1999), »The Swedish banking crisis: Roots and consequences«, *Oxford Review of Economic Policy*, Autumn, s. 80–97.
- Feldt, K-O., (1991), *Alla dessa dagar*, Norstedts.
- Fisher, I., (1933), »The debt-deflation theory of great depressions«, *Econometrica*, Vol. 1, No. 4, s. 337–357.
- Hagberg, T., L. Jonung, J. Kiander och P. Vartia, »Den stora krisen i Finland och Sverige – Uppgång, fall och återhämtning 1985–2000«, i Aunesluoma, J. och S. Fellman, (red.), *Från olika till jämlika – Finlands och Sveriges ekonomier på 1900-talet*, under utgivning.

Söderström: Hade 1990-talskrisen kunnat undvikas?

- Jonung, L., (1999), *Med backspeglens kompass – om stabiliseringspolitiken som en läroprocess*, Ds 1999:09, Finansdepartementet, ESO.
- Jonung, L., H. T. Söderström och J. Stymne, (1996), »Depression in the North – Boom and bust in Sweden and Finland, 1985–1993«, *Finnish Economic Papers*, Vol. 9, No. 1, Spring, s. 55–71.
- Lindbeck, A., (1976), »Stabilization policy in open economies with endogenous politicians«, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, May 1976.
- Lundgren, N. och H.T. Söderström (1995), »Kronförsvaret hösten 1992 – var det värt sitt pris?«, i *Ekonomisk politik – En vänbok till Assar Lindbeck*, SNS Förlag.
- Nilsson Piraten, F. (1965), *Millionären och andra historier*, Bonniers.
- Ortmark, Å. (red.), (1988–1991), *Privatekonomisk årsbok*, Privatekonomisk årsbok AB.
- Sterner, J. (red.), (1992), *Privatekonomisk årsbok*, Privatekonomisk årsbok AB.
- Söderström, H.T. (red.), (1986), *Nya spelregler för tillväxt*, SNS Konjunkturråds rapport 1986, SNS Förlag.
- Söderström, H.T., (1993), »Finland's Economic Crisis. Causes, present nature and policy options«, i Bordes, C., D. Currie och H. T. Söderström, *Three Assessments of Finland's Economic Crisis and Economic Policy*, Bank of Finland.
- Söderström, H. T., (1995), »Realräntechock, skuldsanering och budgetunderskott – en balansräkningsanalys av den svenska depressionen«, *Ekonomisk Debatt*, årg. 23, nr 3, s. 189–202. En uppdaterad version som kapitel 12 i Söderström (1996).
- Söderström, H. T., (1996), *Normer och ekonomisk politik*, SNS Förlag.



DE AVREGLERADE.

Kreditavregleringen och den ekonomisk-politiska miljön¹

Inledning

Syftet med detta kapitel är att ge min syn på avregleringen² av kreditmarknaden vid mitten av 1980-talet, de analyser som gjordes och de beslut som fattades i den då rådande ekonomisk-politiska miljön. Jag kommenterar också frågorna hur omfattande samhällsekonomiska effekter kreditavregleringen hade och i vilken utsträckning den bidrog till de allvarliga ekonomisk-politiska problem som manifesterades i början av 1990-talet.

Stark kritik mot hur avregleringen genomfördes har i efterhand framförts av bland andra Ingvar Carlsson, som var statsminister februari 1986 – oktober 1991 (dessförinnan vice statsminister) och Lars Wohlin, som var riksbankschef oktober 1979 – oktober 1982 och därefter bland annat vd för Stadshypotek. Två av de viktigaste aktörerna i kreditavregleringen som också har gett sin syn på förloppet är Kjell-Olof Feldt, finansminister oktober 1982 – februari 1990 och Bengt Dennis, riksbankschef oktober 1982 – december 1993.

Det avgörande beslutet i kreditavregleringen togs i november 1985 och har ibland kallats »novemberrevolutionen«. Uttrycket innebär enligt min uppfattning att man devalverar valören av ord. Ordet revolution bör förbehållas betydligt mera omvälvande och våldsamma förlopp. Ett mera adekvat ord skulle vara systemskifte.

Under den aktuella perioden var jag statssekreterare hos Kjell-Olof Feldt i Finansdepartementet (oktober 1982 – februari 1990) samt ordförande i riksbanksfullmäktige (oktober 1985 – februari 1990). De dubbla roller jag hade under en period överensstämde med en gammal tradition under socialdemokratiska regeringar.

Tidigare hade till exempel Dag Hammarskjöld, Krister Wickman, Kjell-Olof Feldt och Pierre Vinde haft samma dubbla roller. Efter min tid som både statssekreterare och ordförande i riksbanksfullmäktige har en sådan dubbling av rollerna inte förekommit. Jag tog själv initiativ till att upphäva den. Som nyblivet statsråd 1990 lämnade jag befattningen som ordförande i riksbanksfullmäktige och medverkade till att jag efterträddes av Per Borg, som inte arbetade i regeringskansliet. Det avspeglar det förändrade synsätt som hade vuxit fram successivt med betonande av Riksbankens självständighet. Jag vill tillägga att Bengt K. Å. Johansson var ansvarigt statsråd för kreditmarknadsfrågor under perioden 1985–1988 men att det var finansministern som var det statsråd som Riksbanken hade skyldighet att samråda med.

Jag vill hävda två huvudteser i denna skrift. Den ena är att de analyser som gjordes och de beslut som fattades i samband med kreditavregleringen måste bedömas i ljuset av den information som då fanns tillgänglig och de rådande värderingarna och prioriteringarna inom främst den ekonomiska politiken. Att med facit i hand kritisera tidigare gjorda analyser och fattade beslut är förvisso ett vanligt fenomen och har förekommit också en hel del efter kreditavregleringen. Det är inte bara så att vissa bedömare gör det enkelt för sig genom att i efterhand (däremot sällan i förväg) dela ut goda råd om hur den ekonomiska politiken borde ha utformats. Det är också så att värderingarna har ändrats över tiden. Vissa förhållningssätt som framstår som naturliga och politiskt korrekta i dag betraktades på ett helt annat sätt för 20 år sedan, det vill säga vid den tid då den huvudsakliga avregleringen genomfördes.

Den andra tesen är att söka klargöra de begränsningar som fanns (och som alltid finns) när det gäller politiskt beslutsfattande. Beslutsfattarna har ofullständig och bristfällig information. De tvingas ofta agera under stark tidspress. Avvägning måste ständigt ske gentemot en rad andra viktiga frågor som tränger på. Till detta kommer begränsningar gällande vad som är politiskt möjligt, vad gäller såväl innehållet i politiska beslut som tidpunkten för när de kan fattas. Kanske är det därför som politik har kallats »det möjligas konst«. Och politiker – liksom andra beslutsfattare – är varken allvisa eller allsmäktiga.

Bakgrunden till avregleringen

Den svenska kredit- och valutaregleringen – i likhet med åtskilliga andra regleringar – byggdes upp i början av andra världskriget. Avspärrningen och strävandena att hålla Sverige utanför kriget krävde extraordinära åtgärder. Det var för statsmakterna centrala uppgifter att under dessa exceptionella förhållanden trygga folkförsörjningen och stabilisera ekonomin.

Efter kriget avvecklades successivt de flesta andra regleringar men regleringarna av kredit- och valutamarknaderna bestod. De fick efterhand andra uppgifter och kom att ses som viktiga instrument inom den makroekonomiska politiken. Till en början härskade en lågräntedoktrin, även om den mjukades upp i och med den så kallade räntekuppen 1957.³ En grundbult var att regleringarna skulle utgöra ett stöd för fastväxelkurspolitiken. Denna fördes framgångsrikt under drygt två decennier fram till det internationella valutasystemets (Bretton Woods-systemet) sammanbrott i början av 1970-talet. Även därefter utgjorde den en central doktrin – låt vara »temporärt modifierad« av ett antal devalveringar – ända fram till dess att den fasta växelkursen slutgiltigt övergavs 1992.

Ett annat viktigt inslag var att bereda utrymme för och subventionera det omfattande bostadsbyggandet. Detsamma gällde den från slutet av 1970-talet växande statliga upplåningen, som följde i spåren av de snabbt stigande budgetunderskotten. Bankerna och försäkringsbolagen tvingades att i allt större utsträckning köpa stats- och bostadsobligationer med en ränta som låg under marknadsnivå.

En rad länder avvecklade eller liberaliserade sina kredit- och valutaregleringar före Sverige. Det fanns en internationell trend med denna inriktning. Den ökade trycket på att motsvarande åtgärder skulle vidtas också i Sverige. Företrädare för banksystemet, ett antal akademiska ekonomer och representanter för de borgerliga partierna pläderade med växande emfas för att regleringarna skulle avvecklas. Dessa frågor debatterades dock främst inom en mindre krets av ekonomer och beslutsfattare. Något stort genomslag i den allmänna politiska debatten fick de inte.

Skälen för att avreglera kreditmarknaden

Regleringen av kreditmarknaden ledde till samhällsekonomiska förluster genom att krediterna inte gick till de investeringar som var samhällsekonomiskt mest lönsamma. Detta var, som jag ser det, den avgörande nackdelen med denna reglering.

Penningpolitikens effektivitet minskade av att den belastades med artfrämmande uppgifter, såsom att subventionera bostadsbyggandet.

Till detta kom flera andra problem. Bankerna, som är centrala aktörer i det finansiella systemet, omfattades i hög grad av regleringen. De blev alltmer »lagerlokaler för statsobligationer«. Regleringen hämmade bankerna i deras vilja och förmåga att utveckla affärsverksamheten. Det fanns inget stort behov att utveckla kvalitén i kreditriskbedömningarna. Bankernas bristande kompetens i detta avseende kom sedermera till uttryck i deras vidlyftiga kreditgivning under slutet av 1980-talet.

I gengäld gynnades andra typer av finansinstitut, inte minst finansbolagen, eftersom de inte i samma utsträckning omfattades av kreditregleringen. Tillsynen över finansbolagen var relativt svag med åtföljande risker för att mindre seriösa verksamheter bredde ut sig.

Bland kunderna – företag och privatpersoner med flera – var det uppenbart att de som hade goda kontakter och förstod hur regleringssystemet fungerade gynnades i jämförelse med andra. Det fanns ett förödmjukande inslag i att kunderna fick »stå med mössan i hand« för att erhålla krediter av kreditinstitut, vilkas agerande ibland präglades mera av en myndighetsattityd än av affärsmässighet. Att avreglera kreditmarknaden var att myndigförklara människor och företag, på sätt och vis en frihetsreform.

Över tiden blev kreditregleringen – som fallet ofta är med regleringar – mindre effektiv, eftersom aktörerna lärde sig att utnyttja eller kringgå reglerna. Detta användes också som ett argument av kreditavregleringens förespråkare. De hävdade att farhågorna för en kreditexpansion till följd av en avreglering var överdrivna, eftersom regleringen hade blivit alltmer urholkad. Förmodligen drevs detta argument för långt av vissa förespråkare. Även om det säkert var riktigt att regleringen hade mist en del av sin effekt, kan vi kon-

statera (här skriver jag förvisso med facit i hand!) att följderna av den kommande avregleringen blev omfattande.

För egen del ansåg jag vid mitten av 1980-talet att de ovan anförda argumenten för en avreglering vägde tungt. Vad som sedan inträffat har inte fått mig att nämnvärt ändra min syn i detta avseende.

Avreglering före november 1985

Under åren före det avgörande avregleringsbeslut som fattades i november 1985 togs flera steg som innebar en uppmjukning av kreditregleringen. 1980 infördes en oprioriterad fri räntemarknad för andra låntagare än staten och bostadssektorn. Nya mera marknadsmässiga instrument skapades för den statliga upplåningen. Statskuldväxeln (kort löptid) tillkom 1982 och härigenom lades grunden för att utveckla en penningmarknad. Riksobligationen (lång löptid) introducerades året därpå och det infördes ett anbudsförfarande vid emission av statsskuldväxlar och riksobligationer. År 1983 avskaffades bankernas likviditetskvoter. Bostadsinstitutens utlåning släpptes fri 1984 men regleringen återinfördes året därpå, sedan utlåningen blivit alltför kraftig. Våren 1985 avskaffades ränteregleringen. Det sistnämnda skedde i samband med ett krispaket – utlöst av ett betydande valutautflöde – som innehöll både finans- och penningpolitiska åtgärder. Att ränteregleringen avskaffades var ett sätt att använda marknadskrafterna i avkylande riktning – med stigande räntor förväntade sig statsmakterna en viss dämpning av kreditefterfrågan.

Det vore en överdrift att påstå att dessa åtgärder ingick som led i en på förhand fastställd »master plan« för att successivt avveckla den svenska kreditregleringen. Däremot är det befogat att hävda att åtgärderna tillkom under en period, då de centrala beslutsfattarna i Riksbanken och Finansdepartementet hade blivit alltmer kritiska gentemot den traditionella kreditregleringen och såg det som önskvärt att utveckla modernare och mera effektiva instrument inom penningpolitiken. Färdriktningen var klar men inte tidsschemat eller de olika stegen i processen.

Även om det av naturliga skäl var Riksbanken som var drivande i denna process, fanns det också en insikt om detta i regeringen och Finansdepartementet. Kjell-Olof Feldt höll ett föredrag om detta vid Nationalekonomiska föreningens möte den 7 februari 1984.

Föredraget trycktes sedan i *Ekonomisk Debatt*.⁴ I en riksdagsdebatt med Lars Tobisson 1984 hävdade Kjell-Olof Feldt rentav att »regeringen hade avreglerat kreditmarknaden«. I finansplanen i budgetpropositionen i januari 1985 skrev regeringen följande: »Kreditpolitiken har under de senaste åren givits en mer marknadsorienterad inriktning. Nya instrument för statens upplåning, slopade likviditetskrav för bankerna, anbudsförfarande vid emission av statsskuldväxlar och riksobligationer samt räntestyrning via marknadsoperationer från Riksbanken är viktiga inslag i denna utveckling.« Finansplanen var utarbetad inom Finansdepartementet men hela regeringen stod, som brukligt, bakom denna.

Kritiken mot avregleringen

I efterhand, när avregleringen genomförts och dess effekter blivit kända, har en hel del kritik framförts mot avregleringen. Jag sorterar här denna kritik i några olika kategorier.

- > En ideologiskt betingad kritik går ut på att kreditavregleringen var en eftergift för ett nyliberalt tänkande och en överdriven förlitan på marknadskrafterna.
- > Enligt kritikerna underskattade beslutsfattarna den följande kreditexpansionen till både omfattning och varaktighet. Vidare hävdas att de som var ansvariga för eller anhängare av kreditavregleringen länge vägrade att medge hur omfattande kreditexpansionen blev. En av de synpunkter som förespråkarna för en kreditavreglering framförde i samband med att avregleringsbesluten togs var att det under en period skulle ske en kreditexpansion, som åtminstone delvis var en statistisk synvilla. Avregleringen skulle nämligen innebära att en del av den grå lånemarknaden, som inte ingick i den officiella kreditstatistiken, skulle flytta in på den reguljära kreditmarknaden och därmed blåsa upp de registrerade utlåningsvolymerna.
- > Besluten om avreglering togs enligt åtskilliga kritiker vid fel tidpunkt och samordnades inte med andra erforderliga ekonomisk-politiska beslut, som hade kunnat dämpa kreditexpansionen. En vanlig tes är att »Århundradets skattereform« med dess sänkta marginalsatser och begränsningar av avdragsrätten

för utgiftsräntor borde ha kommit före kreditavregleringen och inte efteråt, som blev fallet. En annan tes är att kreditavregleringen borde ha samordnats i tiden med valutaavregleringen eller rentav ha föregåtts av valutaavregleringen. Skälet är att valutareglerna »stängde in« kreditexpansionen i Sverige. Med en avvecklad valutareglering skulle en del av kreditströmmarna ha sökt sig utomlands och därmed minskat riskerna för överhettning i Sverige.

- > Bland andra Ingvar Carlsson och Lars Wohlin har hävdats att kreditavregleringen borde ha kombinerats med en övergång till en regim med flytande växelkurs. Argumentet går ut på att Riksbanken genom fastväxelkurspolitiken var förhindrad att genomföra erforderliga räntehöjningar för att dämpa kreditexpansionen och att det inte var politiskt möjligt att genomföra en så kraftfull finanspolitisk åtstramning som hade varit nödvändig.
- > En kritik som Ingvar Carlsson framfört är att de som var ansvariga för kreditavregleringen inte hade förberett en »reservplan« av tänkbara åtgärder att ta till för den händelse att kreditexpansionen skulle bli mera omfattande än vad som förutsetts.
- > Ingvar Carlsson har också hävdats att kreditavregleringen var dåligt förankrad. Beslut av sådan dignitet borde ha föregåtts av betydligt mera omfattande förberedelser, bättre förankring i det politiska systemet och en offentlig debatt.
- > Den allvarligaste kritiken går ut på att kreditavregleringen och den därmed framkallade kreditexpansionen bär en stor del av ansvaret (eller rentav huvudansvaret) för överhettningen i slutet av 1980-talet, som i sin tur utlöste den därefter följande allvarliga ekonomiska krisen med djup lågkonjunktur, bank- och fastighetskrascher och gigantiska underskott i de offentliga finanserna.

I den följande framställningen kommenterar jag kritiken på var och en av dessa punkter.

Den ideologiska kritiken

Avregleringen av kreditmarknaden var ett steg bort från en regleringsekonomi eller planekonomi till en mera marknadsinriktad ekonomi. Den som av ideologiska skäl föredrar planekonomi fram-

för marknadsekonomi har all anledning att vara kritisk mot avregleringen. Jag ser ingen anledning att här gå närmare in på denna fråga. Det kan räcka med att enligt min uppfattning historiska erfarenheter från Sverige och internationellt visar att marknadsekonomi – ehuru ingalunda problemfri – har visat sig vara överlägsen planekonomin när det gäller att skapa en dynamisk och växande ekonomi, som i sin tur kan tillgodose befolkningens anspråk på en dräglig levnadsstandard.

Jag vill dock lägga till en kommentar. Regleringarna på kreditmarknaden, liksom en rad andra regleringar, tillkom som ovan nämnts som beredskapsåtgärder vid ingången av det andra världskriget. Det var inte ideologiska principer som låg bakom dessa åtgärder utan pragmatiska överväganden, snarlika dem som gjordes i en rad andra länder. Det som inledningsvis sågs som temporära beredskapsåtgärder tenderade dock efterhand att motiveras på annat sätt och möjliggjorde därmed att kreditregleringen kunde bibehållas under en längre tidsperiod. De ursprungliga pragmatiska motiven bakom regleringen hade med tiden ersatts av mera ideologiskt betingade motiv. Detta bidrog till att det dröjde innan kreditregleringen avvecklades.

Underskattning av kreditexpansionen?

Det är befogat att hävda att kreditexpansionen blev mera omfattande och mera långvarig än vad beslutsfattarna bakom avregleringen – och åtskilliga andra – hade väntat sig. Ett av de påståenden som framfördes inför de beslut som togs i november 1985, och som nämnts ovan, var att det initialt skulle uppkomma en kreditexpansion som delvis var en statistisk synvilla genom att den »grå utlåningen« skulle flytta in på den reguljära kreditmarknaden. Till den del den registrerade kreditexpansionen berodde på detta skulle den vara oproblematiske. Det tog därför tid innan det blev uppenbart att den reella kreditexpansionen blev större än vad som hade antagits och större än vad som var samhällsekonomiskt acceptabelt. Det är svårt att ens i efterhand fastställa när detta förhållande blev en realitet, eftersom uppskattningar av den grå lånamarknaden och den uppkomna överflyttningseffekten är osäkra.

En annan omständighet var att den internationella ekonomiska

utvecklingen från början av 1980-talet och decenniet ut innebar en avvikelse från det normala konjunkturmönstret. Större delen av 1980-talet kännetecknades av en ihållande internationell högkonjunktur, bland annat beroende på en expansiv ekonomisk politik i USA. Den fick spridningseffekter också i den svenska ekonomin. Någon hjälp stod alltså inte att få från en konjunkturdämpning som »borde« ha infunnit sig någon gång mellan 1986 och 1988. Hösten 1987 innebar visserligen en kraftig internationell börsnedgång och flera länder framför allt i Sydostasien drabbades av allvarliga ekonomiska störningar. Det fanns en tid därefter förväntningar (rentav förhoppningar) att detta skulle innebära en uppbromsning av konjunkturen. Så blev emellertid inte fallet. En bit in på 1988 visade det sig att störningarna var av temporär natur och högkonjunkturen återkom och förstärktes.

Det är möjligt att de som var ansvariga för avregleringsbeslutet i november 1985 dröjde för länge med att erkänna att det förelåg ett reellt problem. Å andra sidan är det inte självklart att en tidigare insikt om problemen hade gjort det lättare att vidta erforderliga åtgärder.

Enligt min uppfattning var det först någon gång under loppet av år 1988 som det framstod som uppenbart att kreditexpansionen blivit kraftigare än väntat. Kreditexpansionen 1986 var knappast anmärkningsvärt stor, inte minst mot bakgrund av överflyttningseffekterna från den grå lånemarknaden. År 1987 bromsades kreditexpansionen upp och skapade förväntningar om en normalisering. Under 1988 tog sedan kreditexpansionen fart på nytt och började då upplevas som ett allt större problem.

Bristande samordning med andra ekonomisk-politiska åtgärder?

En del av kritiken mot avregleringen är att den genomfördes vid fel tidpunkt i förhållande till vissa andra ekonomisk-politiska åtgärder. Närmare bestämt har det varit två sådana åtgärder som nämnts, nämligen »Århundradets skattereform« och avvecklingen av valutareglerna.

Skattereformen genomfördes åren 1990–1991 och de viktigaste besluten togs 1989. Dessa beslut hade föregåtts av ett utredningsarbete. År 1987 tillsattes en parlamentarisk skatteutredning, som

hade till uppgift att se över inkomstbeskattningen (RINK). Även om arbetet var i full gång före valet 1988, så var det först efter valet som huvuddragen i reformen förankrades i regeringen och kort därefter offentliggjordes.⁵ I början av 1989 var det allmänt känt att en osedvanligt omfattande skattereform förbereddes. Till de viktigaste inslagen hörde att marginalskatterna skulle sänkas kraftigt och att det skulle införas en separat och enhetlig kapitalbeskattning på 30 procent. Avdragsrätten för utgiftsräntor begränsades därmed till 30 procent (dessförinnan var avdragsrätten 50 procent). Inkomsträntor skulle på motsvarande sätt beskattas med 30 procent. I det rådande skattesystemet beskattades räntor med samma marginalskatt som för arbetsinkomster, vilken för stora inkomsttagargrupper var högre än 50 procent.

Kritiken går ut på att det hade varit bättre att först genomföra skattereformen med dess avdragsbegränsning och att vänta med kreditavregleringen till ett senare tillfälle. Problemet yttrade sig i kombinationen av hög inflationstakt i förening med en generös avdragsrätt för nominella skuldräntor. Härigenom kunde villaägare och andra kredittagare möta en negativ realränta efter skatt, vilket uppmuntrade hög skuldsättning och drev upp fastighetspriserna. En avdragsbegränsning, särskilt om den förenades med lägre inflationstakt, skulle radikalt förändra förutsättningarna.

Det ligger onekligen en hel del i denna ståndpunkt. Men den bortser från de faktiskt rådande politiska förutsättningarna. Jag återkommer till dessa.

Det finns först anledning att påminna om att »Århundradets skattereform« hade föregåtts av en annan skattereform – utlöst av den så kallade underbara natten 1981 – som genomfördes under perioden 1983–1985. Dessförinnan var marginalskatterna mycket höga och avdragsrätten obegränsad. Den högsta marginalskatten var 85 procent. Även för normala inkomster uppgick marginalskatten till 60–70 procent och mot detta svarade en lika omfattande avdragsrätt för utgiftsräntor. Den underbara nattens skattereform innebar en generell sänkning av marginalskatterna. Den högsta marginalskatten blev efter reformen 80 procent och de flesta inkomsttagare fick en marginalskatt på 50 procent eller lägre. Ett särskilt viktigt inslag var att avdragsrätten för utgiftsräntor begrän-

sades till högst 50 procent även för de inkomsttagare som hade en marginalsatt överstigande 50 procent, vilket innebar en viss asymmetri i skattesystemet.

Avdragsbegränsningen till 50 procent var fullt genomförd 1985, det vill säga just det år som det avgörande avregleringsbeslutet togs. Värdet av ränteavdragen hade således begränsats för höginkomsttagare från 80–85 procent till 50 procent. Det var en större avdragsbegränsning än den – från 50 till 30 procent – som senare genomfördes genom »Århundradets skattereform«. Man kan också uttrycka det så här: En höginkomsttagare fick före den första skattereformen betala 15–20 procent av sina skuldräntor och efter reformen 50 procent – en ökning med 150–233 procent. »Århundradets skattereform« innebar att höginkomsttagaren i stället för 50 procent fick betala 70 procent av sina skuldräntor – en ökning med 40 procent.

I efterhand kan man konstatera att den första avdragsbegränsningen – från 80 à 85 till 50 procent – i det rådande inflationsklimatet uppenbarligen inte var tillräckligt stor för att hålla tillbaka kreditexpansionen under senare delen av 1980-talet. Att så skulle bli fallet var knappast uppenbart på förhand. Den avdragsbegränsning som genomfördes 1983–1985 mötte stark kritik av bland andra moderata samlingspartiet och villaägarnas intresseorganisationer. Moderaterna motionerade i riksdagen om att riva upp avdragsbegränsningen, det vill säga att återinföra den fulla avdragsrätten för utgiftsräntor. Vid mitten av 1980-talet framstod det som en tillräckligt krävande uppgift att slå vakt om avdragsbegränsningen men som omöjligt att verka för ytterligare avdragsbegränsningar.

Valutaavregleringen genomfördes i huvudsak under senare delen av 1980-talet. Liksom fallet är för kreditavregleringen vore det dock en förenkling att hänföra den till ett enda tillfälle. Det avgörande beslutet att avveckla centrala inslag⁶ inom valutaregleringen togs i juni 1989. Men detta beslut föregicks av en rad åtgärder, som beslutades av Riksbankens valutastyrelse och riksbanksfullmäktige under de föregående åren. Redan på 1970-talet hade först företagen (1974) och därefter staten (1977) fått rätt att låna utomlands. Företagen fick 1980 rätt att göra aktieemissioner utomlands. Från och med 1985 togs successivt ett antal beslut som innebar att valuta-marknaden avreglerades. Det började i november 1985, då guldre-

gleringen avskaffades. Det beslutet efterföljdes av flera åtgärder under åren 1986–1988, då en rad inslag i valutaregleringen avskaffades eller mjukades upp.

Avvecklingen av såväl kreditregleringen som valutaregleringen var fleråriga processer som till viss del överlappade varandra. Det är likväl befogat att hävda att det avgörande beslutet ifråga om att avveckla kreditregleringen togs i november 1985, medan motsvarande beslut när det gällde att avveckla valutaregleringen togs i juni 1989. Men för den uppmärksamme observatören – sådana var emellertid lätt räknade – fanns tecknen i skyn. Båda regleringarna var på väg att utvecklas, låt vara att kreditavregleringen tidsmässigt i huvudsak låg före valutaavregleringen.

Kritiken går ut på att det hade varit bättre att först genomföra valutaavregleringen och därefter kreditavregleringen, alternativt att genomföra de båda avregleringarna samtidigt. Skälet är att den kreditexpansion som utlöstes av kreditavregleringen »låstes in« i Sverige. Om valutaavregleringen hade genomförts dessförinnan, skulle en del av utlåningen ha gått till utlandet och därmed minskat efterfrågetrycket i den svenska ekonomin.

Att först avveckla valutaavregleringen och därefter kreditavregleringen hade inte varit genomförbart. Det går inte att upprätthålla en fungerande inhemsk kreditreglering om valutaregleringen är avskaffad. Möjligheten att låna pengar i utlandet hade gjort kreditregleringen verkningslös. Däremot skulle man kunna tänka sig att de båda avregleringarna hade genomförts parallellt för att därigenom dämpa den efterföljande inhemska kreditexpansionen. Så skedde dock inte. En förklaring är att beslutsfattarna inte förutsåg att kreditexpansionen skulle bli så omfattande. Riksbanken menade att valutaregleringen bidrog till att hålla uppe räntan. Det fanns ett tryck med kapitalinflöden under perioden. Det berodde på att Riksbanken försökte hålla uppe räntan inom ramen för den fasta växelkursen. Valutaregleringen bidrog till att motverka dessa kapitalinflöden.

En annan förklaring är att beredningsläget beträffande de båda avregleringsprocesserna skilde sig åt. Att Riksbanken började med kreditavregleringen bör ses i ljuset av att marken var förberedd genom ett föregående utredningsarbete. I oktober 1982, strax efter

att socialdemokraterna hade återtagit regeringsmakten, presenterades Kreditpolitiska utredningens betänkande »En effektivare kreditpolitik« (SOU 1982:52). Den hade tillsatts av den borgerliga regeringen 1980 och Jan Wallander var ordförande. Direktiven pekade tydligt i riktning mot att kreditmarknaden borde avregleras. Kommitténs förslag innebar en viss men likväl begränsad avreglering.

Det bedrevs också en översyn av valutaregleringen inom den så kallade Valutakommittén med Krister Wickman som ordförande. Den hade tillsatts redan 1977, likaså av den borgerliga regeringen, men den tog betydligt längre tid på sig. Slutbetänkandet lades fram först i november 1985, händelsevis strax innan det avgörande beslutet togs om att avreglera kreditmarknaden. Betänkandet utmynnade i förslag som innebar att valutaregleringen skulle bibehållas men med vissa uppmjukningar. I en reservation av bland andra de borgerliga ledamöterna och företrädare för bankväsendet och näringslivet förordades att valutaregleringen skulle avskaffas. Den långa utredningstiden – åtta år – gjorde att betänkandet i viss mån framstod som obsolet och mindre användbart som underlag för kommande beslut. Detta innebar i sin tur att beredningsläget gällande valutaregleringen inte var lika långt framskridet som beträffande kreditregleringen.

Det förmodligen viktigaste skälet till att börja med kreditavregleringen var att problemen på detta område framstod som mera besvärande än vad som gällde för valutaregleringen. De stora budgetunderskotten gjorde att en svällande mängd statspapper skulle placeras i banksystemet och detta upplevdes som alltmer ohållbart.

Övergång till flytande växelkurs som alternativ?

Ingvar Carlsson och Lars Wohlin har hävdats att kreditavregleringen borde ha kombinerats med en övergång till flytande växelkurs. En sådan övergång hade gjort det möjligt för Riksbanken att höja räntorna kraftigt för att därigenom kunna begränsa kreditexpansionen. Med den rådande fastväxelkursdoktrinen var Riksbankens möjligheter att begagna ränteinstrumentet mycket begränsade.

Det är möjligt att en sådan politikomläggning hade minskat de kommande påfrestningarna. Att ägna sig åt »kontrafaktisk« histo-

rieskrivning är dock vanskligt. En rimlig hypotes är att det hade krävts ganska kraftiga räntehöjningar för att nedbringa utlåningstakten till försvarbara nivåer. Detta hade sannolikt lett till en betydande appreciering, det vill säga uppskrivning av kronans värde. Det hade i sin tur inneburit att den konkurrensutsatta sektorn (stora delar av industrin) hade fått en väsentligt försämrad konkurrenskraft, en konkurrenskraft som redan hade urholkats efter devalueringen 1982 på grund av att Sverige kontinuerligt hade högre kostnadsökningar än omvärlden. Följden av detta hade blivit lönsamhetsproblem, utslagning av arbetstillfällen och försämrad utrikesbalans (på den tiden hade Sverige till skillnad från vad som gällt under senare år ihållande underskott i bytesbalansen). Det hade i sin tur förmodligen lett till protester mot de höga räntorna från företagen, villaägarna m.fl. Och då hade man måhända kommit tillbaka till utgångsläget, det vill säga behovet att strama åt finanspolitiken för att lätta trycket på penningpolitiken. Det är naivt att tro att ett sådant alternativt scenario skulle ha varit problemfritt vare sig i samhällsekonomiska eller politiska termer. Behovet av en tillräckligt stram finanspolitik försvinner inte därför att man byter växelkursregim.

Lars Wohlins tes att »en fast växelkurs inte kan fungera som norm för penningpolitiken«⁶ är svårbegriplig. Danmark är ett exempel på ett land som har lyckats med precis detta genom den danska kronans koppling till euron via den så kallade ERM-anknytningen. Danmark genomförde liksom Sverige en kreditavreglering och påfrestningarna på den danska ekonomin blev betydligt mindre än vad som blev fallet för den svenska ekonomin. Avgörande för Danmark var att man till skillnad från Sverige först genomförde en finanspolitisk åtstramning genom den så kallade kartoffelkuren, som väsentligt förbättrade förutsättningarna för den kommande avregleringen. Det är med andra ord felaktigt att hävda att Sverige var dömt att tvingas överge den fasta växelkurspolitiken för att kreditavregleringen inte skulle misslyckas. Danmark klarade den övergången.

En annan sak, som jag återkommer till nedan, är att det i Sverige under 1980-talet framstod som helt verklighetsfrämmande, närmast apart, att förorda en övergång till flytande växelkurs. Ingvar

Carlssons och Lars Wohllins rekommendationer, framförda under senare år, lyste fullständigt med sin frånvaro under den period avregleringen genomfördes. Det är ologiskt att hävda att en finanspolitisk åtstramning var »politiskt omöjlig« och samtidigt förorda att det i stället borde skett en övergång till flytande växelkurs, som i detta skede framstod som lika »politiskt omöjlig« och som dessutom ändå hade krävt en finanspolitisk åtstramning.

Ingvar Carlsson, liksom praktiskt taget alla andra beslutsfattare, stod bakom den fasta växelkursen under återstoden av 1980-talet, liksom i början av 1990-talet. I maj 1991 togs beslutet, i praktiken framdrivet av regeringen, att kronan skulle knyttas till ecun (föregångaren till euron). Detta var snarast en skärpning av fastväxelkurspolitiken. Under hösten 1992 gjorde den borgerliga regeringen och socialdemokraterna unika gemensamma insatser för att försvara kronkursen, innan kronförsvaret slutligen kollapsade i november 1992.

Brist på reservplan?

Ingvar Carlsson har framfört kritiken att det inte fanns någon reservplan att ta till för den händelse kreditexpansionen blev större än väntat och de motåtgärder som hade satts in var otillräckliga. Det är korrekt att det inte fanns någon särskild reservplan färdig att genomföra. Men jag hävdar att denna kritik är mindre relevant. Det fanns i Finansdepartementet alltid en arsenal av mer eller mindre tänkbara ekonomisk-politiska åtgärder i byrålådorna, framtagna av duktiga och kreativa departementstjänstemän. Det var inte där problemet låg.

Svårigheterna låg i att det politiska systemet (den övriga regeringen, riksdagsgruppen, det socialdemokratiska partiet, fackföreningsrörelsen, andra intresseorganisationer, den politiska oppositionen och den så kallade allmänna opinionen – delvis så som den uttolkades och rentav frammanades av massmedierna) i stort sett bromsade alla försök att genomföra en stramare finanspolitik. Många försök gjordes, varav åtskilliga havererade. En del försök kom inte ens till stånd, eftersom de – förmodligen med rätta – bedömdes som utsiktslösa. Detta har Kjell-Olof Feldt ingående beskrivit i sin bok *Alla dessa dagar*.

Stämmningsläget under senare delen av 1980-talet var att det rådde goda tider och därmed äntligen var möjligt att genomföra ett antal reformer. Detta synsätt förstärktes av att statsfinanserna successivt förbättrades. Den allmänna bilden var att regeringen och finansministern hade genomfört en framgångsrik budgetsanering och att därigenom det statsfinansiella argumentet mot en expansiv ekonomisk politik hade bortfallit.

Detta blev nästan absurt uppenbart i valrörelsen 1988. Socialdemokraterna såg sig mer eller mindre tvingade att utfärda ett antal kostsamma vallöften – däribland löften om att förkorta arbetstiden såväl genom en utbyggd föräldraförsäkring som genom en sjuätte semestervecka – i en ekonomisk miljö som präglades av överhettning och tilltagande brist på arbetskraft. Vallöfterna hade tillkommit efter ett starkt internt tryck, inte minst från LO, och den politiska oppositionen – möjligen med undantag för folkpartiet – tävlade i att ställa ut löften om stora utgiftsökningar och skattesänkningar.

Utan att hemfalla till ett »gammaldags« keynesianskt synsätt vill jag hävda att det finns utrymme för och är klokt att bedriva stabiliseringspolitik. Uppgiften bör vara att motverka konjunktursvängningarna, inte att förstärka dem. Eller med andra ord – den ekonomiska politiken bör vara kontracyklisk, inte procyklisk.

Den politiska verkligheten uppmuntrar däremot snarare ett procykliskt agerande. I goda tider anses att det finns utrymme för standardförbättringar i form av reformer och lönehöjningar. I dåliga tider och särskilt i akuta krislägen finns däremot en betydligt större acceptans för åtstramningar och andra impopulära åtgärder.

Ett budgetsaldo är en dålig mätare av den samhällsekonomiska stabiliteten. Men som pedagogiskt instrument – »pengarna är slut« – är ett budgetunderskott utomordentligt användbart för att motivera åtstramningsåtgärder, vare sig det handlar om skattehöjningar, utgiftsnedskärningar eller i vart fall uteblivna eller uppskjutna reformer. Men under slutet av 1980-talet uppvisade såväl statsbudgeten som de samlade offentliga finanserna stora och växande överskott, samtidigt som samhällsekonomin kännetecknades av inflation och överhettning. Då var detta pedagogiska instrument inte bara oanvändbart utan direkt kontraproduktivt.

Bristande förankring?

Som framgår av avsnittet »avreglering före november 1985« kan det inte hävdas att avregleringsbeslutet i november 1985 kom som en blix från klar himmel. Likväl är det korrekt att förankringen av detta beslut var begränsad. Formellt begicks inga fel – besluten ägdes av Riksbanken och Riksbanken hade förankrat sina förslag i förväg hos finansministern. Denne hade i sin tur talat med den dåvarande statsministern, Olof Palme, och av denne fått fria händer att agera. Genom att jag var nybliven ordförande i riksbanksfullmäktige hade jag relativt täta kontakter med riksbankschefen och förberedelserna för kreditavregleringen togs givetvis upp i samtal mellan Bengt Dennis och mig. Jag stödde förslaget till kreditavreglering och deltog också i det formella beslutet i riksbanksfullmäktige.

Förankring kan i detta sammanhang hänföras till två kategorier. Den ena gäller den politiska förankringen. De frågor som kan ställas är om förankringen hos statsministern och hos regeringen i övrigt var otillräcklig och om ämnet borde ha tagits upp även i andra politiska församlingar, såsom riksdagsgrupp, verkställande utskott och partistyreelse. Borde man rentav ha stimulerat till en offentlig debatt i ämnet?

Det kan naturligtvis hävdas att så borde ha varit fallet. Att det inte skedde i större utsträckning är dock något som jag inte personligen var särskilt berörd av. Jag var tjänsteman, låt vara med politiska förtecken, och inte förtroendevald politiker. Jag hade inget tillträde till det verkställande utskottet och mycket begränsat tillträde till regeringen och partistyrelsen. Jag hade då, och har fortfarande, ofullständiga kunskaper om vilka diskussioner som fördes mellan statsministern (först Olof Palme och därefter Ingvar Carlsson) och finansministern, inom regeringen och inom partiets ledande organ.

När novemberrevolutionen genomfördes var Olof Palme statsminister. Den skildring som Kjell-Olof Feldt har gett av sina samtal med Olof Palme tyder på att Olof Palme ägnade frågan ett förstrött intresse och i praktiken gav Kjell-Olof Feldt fria händer. Det bör ses i ljuset av att det var en tid då Olof Palme var hårt pressad av andra angelägenheter – kraftig kritik från bland annat LO mot den förda

ekonomiska politiken som ansågs vara alltför åtstramande och även en kampanj som riktades mera personligt mot Olof Palme (den så kallade Harvardaffären).

Kjell-Olof Feldt och Bengt Dennis har gett olika versioner av vad som sades i deras samtal på tu man hand. Bengt Dennis hävdar att han tydliggjort att huvudansvaret måste ligga på finanspolitiken för att hantera de problem som kreditavregleringen kunde uppamma, eftersom Riksbanken bara kunde använda räntevapnet i begränsad utsträckning. Kjell-Olof Feldt har däremot hävdat att han fått försäkringar av Bengt Dennis att det inte skulle uppstå några större problem.

Jag har inga möjligheter att avgöra vilken av versionerna som är riktig. Om jag tillåter mig att spekulera kring detta, så behöver det inte vara så att den ene har fel och den andre har rätt. Personer som för en dialog kan helt uppriktigt uppfatta samtal på olika sätt. Att Bengt Dennis då liksom vid en rad andra tillfällen underströk behovet av en stram – eller stramare – finanspolitik hör så att säga till spelets regler. Centralbankschefer brukar göra det. Även om de ofta har goda grunder för sina argument, så är det å andra sidan inte märkligt att sådana påpekanden ibland möts med irritation från politiker. De befinner sig – till skillnad från centralbankschefer – mitt i den politiska hetluften och möter ständiga svårigheter att få politisk acceptans för en tillräckligt stram finanspolitik.

Samtidigt var det också så att Riksbanken framförde argument för en kreditavreglering som var ägnade att minska oron för en alltför stark kreditexpansion. Ett argument var att kreditregleringen med tiden hade blivit mindre effektiv, eftersom aktörerna hade lärt sig att kringgå systemet. Ett annat argument var det ovan nämnda att en del av den registrerade kreditexpansionen skulle vara »ofarlig«, eftersom den endast handlade om att den grå utlåningen flyttade in på den reguljära kreditmarknaden. Ett tredje argument var att den svenska Riksbanken, till skillnad från Norges centralbank som hade genomfört en föga lyckosam avreglering något tidigare, hade konstruerat en så kallad räntetrappa. Genom den skulle bankernas upplåning i Riksbanken successivt fördyras ju större upplåningen blev. Riksbanken fick därigenom ett större handlingsutrymme att använda ränteinstrumentet.

Intresset för och kunskaperna om kreditpolitiska frågor vid denna tid var mycket begränsade utanför en liten grupp av experter och beslutsfattare. Många andra frågor tilldrog sig en betydligt större uppmärksamhet på den politiska arenan och i massmedierna. Det fanns inget nämnvärt yttre tryck att de kreditpolitiska frågorna skulle upp på den politiska agendan. Också när avregleringsbesluten togs – detta gäller både kreditavregleringen och valutaavregleringen – blev uppmärksamheten måttlig.

Till detta kom att Riksbanken och penningpolitiken på den tiden omgärdades av en höggradig hemlighetsfullhet. Detta var en gammal tradition såväl i Sverige som i de flesta andra länder. Det ansågs synnerligen olämpligt att offentligt diskutera penningpolitiska beslut i form av diskontoförändringar, växelkursförändringar och andra viktiga åtgärder. Detta framstår måhända som egendomligt i vår tid men var likväl en realitet. Delvis hade det sin grund i rädslan för spekulativa beteenden som kunde framkallas och belönas genom rykten och läckor. Delvis hade det sin grund i ett fördemokratiskt synsätt, som levde kvar länge inom centralbanksvärlden. I vår tid är det naturligt att Riksbanken visar en betydande öppenhet – större i Sverige än i många andra länder. För 20 år sedan var synsättet ett helt annat.

Oavsett vilken syn man har på önskvärdheten av öppenhet och transparens finns det skäl att ifrågasätta om det är praktiskt möjligt eller lämpligt att en regering eller centralbank initierar en offentlig debatt kring en sådan fråga som huruvida man bör avreglera kreditmarknaden. Riskerna är stora att detta leder till spekulation och störningar på de finansiella marknaderna.

Ett annat slag av förankring eller kanske snarare förberedelser, som jag finner anledning att kommentera, var i vilken mån Finansdepartementets tjänstemän bereddes möjlighet att delta i förberedelserna av avregleringen, göra bedömningar av dess ekonomisk-politiska effekter och föreslå eventuella motverkande/kompletterande ekonomisk-politiska åtgärder. Eftersom jag kombinerade rollerna som statssekreterare i Finansdepartementet och ordförande i riksbanksfullmäktige hade jag uppenbart möjligheter att påverka skeendet i detta avseende. När beslutet om kreditavregleringen togs i november 1985 hade jag dock varit ordförande i riksbanksfullmäktige bara någon månad.

I stort sett avstod jag från att dra in Finansdepartementets tjänstemän i beredningen. Det kom inte heller några krav från annat håll, exempelvis från stats- eller finansministern, att jag skulle göra på annat sätt.

Självklart kan detta förhållningssätt ifrågasättas. Jag kan anföra några skäl till mitt agerande. Ett är principiellt. Jag såg det i min egenskap som ordförande i riksbanksfullmäktige som viktigt att värna Riksbankens självständighet. Ett drygt decennium senare manifesterades detta synsätt i att Riksbanken även legalt fick en oberoende ställning – en process i vilken jag i hög grad var delaktig, då som finansminister. Det legala oberoendet var dock endast kulmen på en utveckling som hade pågått under lång tid och som inneburit att Riksbanken fått en alltmer självständig ställning. Jag var – och är – motståndare till tanken att penningpolitiska beslut ska bli föremål för beredning i regeringskansliet.

Jag medverkade, som nämndes inledningsvis, till att avveckla dubbleringen hos samma person av befattningarna som statssekreterare i Finansdepartementet och ordförande i riksbanksfullmäktige. Denna tradition hade förmodligen uppkommit utifrån ett synsätt att det vore önskvärt med en viss samordning mellan dessa båda institutioner och att Finansdepartementet i någon mening skulle vara överordnat Riksbanken. Risken med ett sådant arrangemang är att det uppkommer oklara ansvarsförhållanden och att Riksbankens agerande styrs på ett sätt som minskar penningpolitikens effektivitet. Jag märkte i de i och för sig fåtaliga situationer där regeringen/Finansdepartementet och Riksbanken hamnade på olika ståndpunkter att det var svårt att förklara mina dubbla roller. »När jag sitter i riksbanksfullmäktige har jag på mig riksbankshatten och när jag uppträder som statssekreterare har jag på mig Finansdepartementshatten.« Det var den förklaring jag använde men den mötte ringa förståelse.

Ett annat skäl var att Finansdepartementets kredit- och valutapolitiska kompetens ännu vid mitten av 1980-talet var mycket begränsad. Förutom en liten juristenhet som arbetade med lagstiftning på bank-, försäkrings- och värdepappersmarknadsområdena (enheten var underställd Bengt K. Å. Johansson, inte Kjell-Olof Feldt) fanns vid denna tid endast tre ekonomer – utspridda på två

andra enheter inom departementet – som överhuvudtaget arbetade med kreditmarknadsfrågor. Först mot slutet av 1980-talet rättades detta till. På mitt initiativ omorganiserades departementet. En av förändringarna var att upprätta en avdelning (en avdelning består i sin tur av ett antal enheter) för finansmarknadsfrågor. Det innebar dels en avsevärd resursförstärkning, dels att jurister och ekonomer på kreditmarknadsområdet för första gången samlades inom samma avdelning och började samarbeta. En viktig orsak till att jag ville upprätta denna avdelning var just erfarenheterna av den bristande kapaciteten och kompetensen från mitten av 1980-talet.

Trots detta har jag i ett viktigt avseende tänkt om. Det har förvisso skett i ljuset av de erfarenheter som kreditavregleringen skapade, det vill säga det är en slutsats i efterklokhetens tecken. Det kan visserligen hävdas att beslut om förändringar i penningpolitiken är och ska vara frågor för Riksbanken och för ingen annan. Men avregleringen av kreditmarknaden var ett systemskifte. Det fick betydande konsekvenser för samhällsekonomin. Och det flyttade över en del av ansvaret för att upprätthålla den samhällsekonomiska balansen på finanspolitiken, det vill säga på regering och riksdag. Inte minst Riksbankens företrädare har med emfas understrukt detta. Det hade mot den bakgrunden varit naturligt att ägna större uppmärksamhet åt hur eventuella uppkommande problem skulle hanteras. Likväl kvarstår det faktum att tänkbara motverkande åtgärder inom finanspolitiken eller skattepolitiken hade stött på ett starkt politiskt motstånd.

En mera omsorgsfull förberedelse- och förankringsprocess hade troligen lett till att processen hade dragit ut på tiden och kreditavregleringen kommit senare. Däremot är det synnerligen vanskligt att bedöma huruvida de efterföljande besluten hade blivit »klokare« eller om det hade blivit lättare att bemästra de negativa effekterna av den kreditexpansion som kom till stånd.

Ytterligare ett motiv fanns hos bland andra Kjell-Olof Feldt och mig att stödja kreditavregleringen. Gång på gång blockerades Finansdepartementets möjligheter att driva igenom erforderliga reformer och strukturförändringar som syftade till att förbättra ekonomins funktionssätt vid sidan av de ständiga svårigheterna att föra en tillräckligt stram finanspolitik. Här öppnades ett »window

of opportunity«. Då gällde det att gripa tillfället i flykten.

Ingvar Carlsson har riktat stark kritik mot den bristfälliga förankringen. Och jag vill gärna lägga till att Ingvar Carlsson ofta tillmätte förankringsaspekten stor betydelse i sin gärning som partiledare och statsminister. Men man ska inte därav förledas att tro att Ingvar Carlsson saknade handlingskraft. Han hade hårda nypor och tvekade inte att använda dem när han ansåg det behövt – enligt min mening med rätta. Detta kunde gälla både sakfrågor och personfrågor. I sådana sammanhang var Ingvar Carlsson osentimental.

Ett bra exempel på hans förmåga att utnyttja ett »window of opportunity« på ett kraftfullt sätt och med ett minimum av förankring gällde tillkännagivandet hösten 1990 att Sverige skulle ansöka om medlemskap i EU. Detta återfanns som en av flera punkter i ett ekonomisk-politiskt program, vars huvudsyfte var att kyla ned ekonomin och motverka ett pågående valutautflöde. För detta tillvägagångssätt har Ingvar Carlsson fått uppbära mycket kritik inte bara i Sverige utan även av den dåvarande finske statsministern, som kände sig förbisprungen till följd av bristande samråd. Rätt eller fel – den process som inleddes med detta tillkännagivande och som ledde till det svenska EU-medlemskapet några år senare har enligt min mening större och mer varaktiga återverkningar för det svenska samhället och den svenska ekonomin än vad kreditavregleringen fick. Kanske har tillvägagångssättet också bidragit till den svaga förankring som EU-projektet – efter mer än 10 års medlemskap – alltså har hos det svenska folket.

På ett mera generellt plan hävdar jag att politiskt ledarskap i en demokrati måste innebära en avvägning mellan beslutskraft och förankring. Hur denna avvägning ska ske måste bedömas i varje enskilt fall. Men om en politisk ledare enbart vill framstå som beslutsfärdig och struntar i förankringen, kommer han eller hon snart att köra huvudet i väggen. Om han eller hon å andra sidan aldrig vågar ta beslut utan att en hundraprocentig förankring har uppnåtts kommer ingenting att uträttas.

Avregleringens samhällsekonomiska konsekvenser

Hur stor betydelse fick kreditavregleringen och den efterföljande kreditexpansionen för de samhällsekonomiska problem som växte

fram under den senare delen av 1980-talet? De kom till uttryck i överhettning och inflation och så småningom i en djup lågkonjunktur och växande arbetslöshet i förening med bank- och fastighetskrascherna och ett jättelikt budgetunderskott.

Ingvar Carlsson tillmäter kreditexpansionen en helt avgörande betydelse, även om han också påtalar bristerna i lönebildningen. Däremot är hans bild av finanspolitiken mycket positiv. Den innefattade en rad tuffa och impopulära beslut, särskilt de första åren efter regimskiftet 1982. Statsfinanserna förstärktes sedan successivt under återstoden av 1980-talet, något som få hade föreställt sig skulle vara möjligt.

Min syn avviker delvis från Ingvar Carlssons, framför allt vad gäller finanspolitiken. Som jag redan skrivit är budgetsaldot en dålig mätare på den samhällsekonomiska balansen. Enligt min mening var finanspolitiken alldeles för expansiv under andra hälften av 1980-talet. Detta berodde inte på brist på insikter inom Finansdepartementet utan på det närmast kompakta motstånd mot en stramare politik som fanns i övrigt inom regering, riksdag (både den socialdemokratiska riksdagsgruppen och oppositionen), fackföreningsrörelsen, andra intresseorganisationer, massmedier och i viss mån hos allmänheten.

Det är obestridligen så att kraftfulla åtgärder hade tagits under de första åren efter regimskiftet 1982 för att sanera statsfinanserna. Men att statsfinanserna fortsatte att förbättras även under den senare delen av 1980-talet berodde till stor del på effekter av överhettning och inflation. Hög inflation i förening med en starkt progressiv inkomstskatt ledde till stora automatiska inkomstökningar för staten och den snabba tillväxten av den privata konsumtionen medförde på motsvarande sätt att statens inkomster från moms och andra indirekta skatter ökade kraftigt.

Till bilden hör att inflationsbekämpningen, trots en ganska utbredd retorik, aldrig kom att tillmätas särskilt hög prioritet under 1980-talet. Först med finansplanen 1991, med Allan Larsson som ny finansminister, gavs kampen mot inflationen en större tyngd. Jämfört med andra länder tappade vi cirka 10 år vad gäller inflationsbekämpningen.

Devalveringen med 16 procent i oktober 1982 innebar att det

svenska näringslivets konkurrenskraft förbättrades kraftigt. Men alltsedan dess hade Sverige oavbrutet högre kostnadsökningar än våra konkurrentländer. Det svenska näringslivets konkurrenskraft gröptes successivt ur och mot slutet av 1980-talet återstod inget av devalveringsvinsten. När krisen bröt ut i början av 1990-talet förvärrades den av det kraftigt försämrade kostnadsläget.

Jag delar Ingvar Carlssons kritik mot den dåliga lönebildningen. Jag är dessutom kritisk (och var det redan under 1980-talet) mot de ständiga försöken från regeringens sida att föra ett slags mjuk inkomstpolitik, där fackföreningsrörelsen skulle förmås att hålla igen med hjälp av moralpredikningar och i vissa fall »presenter« i form av allsköns insatser som svarade mot fackföreningsrörelsens önskemål. Enligt min mening förlösades flera år på ett antal ingripanden som i bästa fall blev verkningslösa och i vissa fall direkt skadliga. Jag delar Gösta Rehns uppfattning att det aldrig kommer att fungera om man försöker göra fackföreningsrörelsen till »rörelsen för nedhållandet av medlemmarnas löner«.

Det fanns också ett viktigt sidomotiv som inte underlättade processen, nämligen att hjälpa LO på central nivå att behålla – eller snarare återta – makten över lönebildningen. Även detta var en fåfång kamp. Regeringen förhandlade med LO centralt och gjorde ibland ekonomisk-politiska medgivanden. Dessa innebar till stor del skattelättnader och utgiftsökningar, det vill säga de spädde på en redan alltför expansiv ekonomisk politik. Den motprestation som LO förväntades leverera – låga löneökningar – uteblev, inte på grund av illvilja utan därför att LO centralt hade tappat makten över lönebildningen. Man försökte återta makten men lyckades inte. De centrifugala krafterna inom fackföreningsrörelsen var alltför starka.

Kreditavregleringen skapade utrymme för en vidlyftig utlåning från bankerna och bidrog också till att fastighetspriserna drevs upp till osunt höga nivåer. I den meningen har självfallet de ekonomisk-politiska beslutsfattarna ett ansvar för att bank- och fastighetskrascherna inträffade (systemansvar). Men ett ansvar måste också läggas på de aktörer inom finans- och fastighetssektorerna som fattade kreditbesluten och som köpte fastigheter i Sverige och utlandet till orimligt höga priser (operativt ansvar). Det var ingen politiker eller

riksbankschef som tvingade dem att ta dessa beslut, som i många fall var oprofessionella och lättsinniga.

Det är värt att nämna att prisökningarna för kontorsfastigheter steg mycket snabbare före avregleringen än efter. Mellan 1980 och 1985 var ökningen 275 procent. Under perioden 1985–1990 var ökningen 140 procent.⁸

Verkningarna av bank- och fastighetskrascherna förstärktes genom att de i tiden sammanföll med en djup lågkonjunktur. Detta var naturligtvis olyckligt men man kan inte lägga ansvaret för att en lågkonjunktur inträffar – eller *när* den inträffar – på några politiska beslutsfattare.

Jag vill nämna ytterligare en omständighet. Svårigheterna att få gehör för erforderliga finanspolitiska åtstrammningsåtgärder ledde till att Finansdepartementets kreativa energi i betydande grad inriktades på så kallade utbudsstimulerande åtgärder. Ytligt sett skulle detta kunna vara likvärdigt. Om utbud och efterfrågan inte möts på en nivå som är förenlig med samhällsekonomisk balans utan leder till överhettning, kan man antingen strama åt efterfrågan eller stimulera utbudet. Eller som det sades – det gällde att vidga flaskhalsar och undanröja hinder mot tillväxt. Utbudet av arbetskraft, kapital, råvaror med mera skulle stimuleras.

Det fanns ett element av självbedrägeri i detta. Även utbudsstimulerande åtgärder väcker ofta motstånd och är svåra att genomföra. En annan aspekt är att det vanligen tar tid innan utbudsstimulerande åtgärder får effekt, medan en finanspolitisk åtstramning – särskilt i form av höjda skatter – får ett ganska snabbt genomslag på ekonomin. De åtgärder som faktiskt genomfördes var inte tillräckligt långtgående. Den överhettade ekonomin i slutet av 1980-talet hade krävt drastiska och snabbverkande åtgärder för att återskapa samhällsekonomisk balans.

Det förtjänar dock att påpekas att det framför allt mot slutet av Ingvar Carlssons dåvarande statsministerperiod – åren 1989–1991 – faktiskt var möjligt att genomföra en hel del sådana positiva strukturförändringar. Men de kom sent och kunde inte utan stöd av en stramare finanspolitik hejda den annalkande krisen.

Utöver de inhemska faktorer som bidrog till att bygga upp de ekonomiska obalanserna under senare delen av 1980-talet fanns

också ett inflytande från den internationella ekonomin. Större delen av 1980-talet kännetecknades av en ihållande internationell högkonjunktur. Ett viktigt skäl till detta var den expansiva ekonomiska politik som fördes i USA med växande budgetunderskott och en förhållandevis lätt penningpolitik. Till detta kom efter 1989 de stigande realräntorna internationellt, som bland annat hade sin grund i den tyska återföreningen med åtföljande massiva ekonomiska stimulanser till Östtyskland.

I spåren av detta uppkom växande finansiella obalanser, som ledde till att det europeiska valutasamarbetet bröt samman i början av 1990-talet.

Med allt detta nämnt är det likväl obestridligt att kreditavregleringen i den ekonomisk-politiska miljö som rådde under senare hälften av 1980-talet bidrog till att förvärra de samhällsekonomiska obalanserna. Samtidigt är det viktigt att nämna, vilket sällan sker, att avregleringen av kreditmarknaden också hade positiva effekter. Den bidrog till att öka den samhällsekonomiska effektiviteten genom att krediterna efterhand kom att styras till de sektorer som uppvisade den bästa lönsamheten. Detta är en bestående positiv effekt av kreditavregleringen.

Från skrivbord till verklighet – hur fattas (ekonomisk-politiska) beslut?

Många människor som sitter på betryggande avstånd från den miljö i vilken politiska beslut fattas har ringa förståelse för den komplexa beslutssituationen. Mer eller mindre omedvetet tycks man föreställa sig att beslutsfattarna befinner sig i ungefär samma situation som aktörerna i ett kontrollrum i exempelvis ett flygledartorn eller ett kärnkraftverk. Aktörerna antas ha fullständig, omedelbar och korrekt information om skeendet via en mängd dataskärmar. De har också en uppsättning rattar, spakar, knappar och mikrofoner, varigenom de blixtnabbt kan agera för att påverka händelseförloppet och korrigerar detta om något hotar att gå överstyr. Dessutom antas aktörerna alltid agera på ett optimalt sätt; de uppvisar inga svagheter och har inga egna intressen.

Om man utgår från denna bild, behöver den korrigeras i ett antal avseenden. Flera av dataskärmarna är ur funktion och de som fun-

gerar visar ofta bristfällig, föråldrad och ibland felaktig information. På manöverbordet saknas ett antal rattar och spakar och andra har hakat upp sig. Personalen arbetar under stark tidspress och störs ibland av andra händelser, som gör att de inte kan koncentrera sig på sina arbetsuppgifter. Inte nog med det – i kontrollrummet finns även personer som aktivt motarbetar personalens strävanden att ratta systemet. När Andersson försöker dra spaken åt ett håll, så sitter Pettersson intill och drar spaken åt motsatt håll.

Ekonomisk politik (och all politik) är i mångt och mycket konsten att gripa tillfället i flykten. Man agerar när det har uppstått ett »window of opportunity« – de fåtaliga tillfällena då det som är ekonomiskt nödvändigt också blir politiskt möjligt. Jag avser då inte ett kortsiktigt agerande som syftar till att tillgodose den för tillfället rådande opinionen eller den senaste massmediekampanjen. Vad jag har i åtanke är att utifrån ett långsiktigt, strategiskt perspektiv – kalla det gärna vision – på politikens inriktning ta till vara de tillfällena som gör det möjligt att ta några steg i rätt riktning. Agerandet blir ofta inte optimalt vad gäller timing, samordning och avvägning mellan olika åtgärder. Men om man ska invänta det perfekta beslutstillfället, då man kan genomföra det optimala åtgärdspaketet, får man vanligen vänta förgäves.

En annan omständighet är att beslutsapparater som Finansdepartementet och Riksbanken (liksom andra institutioner) inte har outtömliga personella resurser. Det finns gränser för hur många viktiga frågor som kan hanteras simultant.

I Riksbanken innebar kreditavregleringen och valutaavregleringen stora och omvälvande processer som krävde omfattande arbetsinsatser under lång tid i form av analyser och bedömningar, förberedelser av beslut och efterföljande genomförande. De kom också att få stora återverkningar på Riksbankens organisation och personal. Det vore förmodligen en överdrift att påstå att det hade varit omöjligt att genomföra båda processerna parallellt. Men uppgifterna var för Riksbanken så krävande att det blev naturligt att ägna sig åt en process i taget.

I Finansdepartementet fanns det under det skede som kreditavregleringen förbereddes och genomfördes ganska små resurser att ägna denna fråga med tanke på alla andra samtidigt pågående och

långt mer sprängfyllda och uppmärksammade frågor som departementet var tvunget att hantera. Departementets kreditpolitiska kompetens var synnerligen begränsad.

En typ av kritik, som jag redan kommenterat, går ut på att förebrå Riksbanken och Finansdepartementet för att förberedelserna för kreditavregleringen inte var mera omfattande och omsorgsfulla. Det är motsägelsefullt när samma kritiker också hävdar att dessa båda institutioner borde ha avdelat resurser för att samtidigt påskynda skattereformen och avregleringen av valutamarknaden.

Ett vanligt uttryck i den ekonomisk-politiska debatten är att säga att något är »politiskt omöjligt«. Ingvar Carlsson och Lars Wohlin har hävdat att det, vid bibehållen fastväxelkurspolitik, skulle ha krävts en gigantisk finanspolitisk åtstramning för att motverka kreditexpansionens effekter på samhällsekonomin. En sådan åtstramning var emellertid enligt dem politiskt omöjlig. Det är på sätt och vis lätt att hålla med om denna beskrivning med tanke på alla de försök till finanspolitisk åtstramning under senare delen av 1980-talet som faktiskt gjordes och som havererade. Men uttrycket »politiskt omöjligt« måste användas med försiktighet. Det blev några år senare, vid mitten av 1990-talet, möjligt att genomföra just en sådan gigantisk finanspolitisk åtstramning. Det är i själva verket anmärkningsvärt att vad som i ett skede framstår som »politiskt omöjligt« bara några år senare, och under nya omständigheter, visar sig fullt möjligt att genomföra och efterhand också vinner en bred acceptans. Kanske kan man här använda uttrycket att »tiden måste vara mogen«.

Att i efterhand konstatera att det inte var möjligt att genomföra någon betydande finanspolitisk åtstramning bär påtagliga tecken av efterklokhet. På förhand framstod detta inte alls som lika självklart. Detta framgår redan av att det gjordes många försök till en sådan åtstramning under den andra hälften av 1980-talet. Några försök lyckades men många misslyckades eller blev i vart fall urvattnade. Hade detta varit självklart redan i förväg hade regeringen naturligtvis avstått från dessa ansträngningar – de utlöste ofta starka protester och regeringen fick betala ett politiskt pris utan att ha uppnått de avsedda ekonomiska effekterna.

Lars Wohlin har, med instämmande från Ingvar Carlsson, häv-

dat att det hade krävts en mycket omfattande finanspolitisk åtstramning för att motverka kreditexpansionen. Detta påstående negligerar det förhållandet att tidpunkten för när en åtstramning hade genomförts skulle ha haft stor betydelse. Ju tidigare den hade satts in, desto mera begränsad hade den behövt vara till sin omfattning. En tidigt genomförd och relativt begränsad åtstramning hade kunnat bemästra problemen innan överhettningen i den svenska ekonomin hade blivit mera svårhanterlig och hade också haft en viktig signalverkan på aktörerna i det finansiella systemet. Men ju längre tiden gick, desto större blev problemen och desto större krav ställdes också på den erforderliga åtstramningen.

På samma sätt kan man hävda att en övergång till flytande växelkurs var politiskt omöjlig under 1980-talet. Det fanns inget politiskt parti, ingen näringslivsföreträdare och på sin höjd någon enstaka akademisk ekonom som på den tiden förordade en flytande växelkurs. Motståndet mot att överge den fasta växelkursen kom på ett nästan övertydligt sätt att manifesteras i försvaret av kronkursen hösten 1992 genom ett unikt samarbete mellan den borgerliga regeringen och socialdemokraterna och med uppbackning från praktiskt taget hela etablissemangen. När detta motstånd likväl misslyckades, visade det sig plötsligt »politiskt möjligt« att övergå till en regim med flytande växelkurs.

Dessa båda politikomläggningar – den gigantiska budgetsänringen och övergången till flytande växelkurs – blev möjliga till följd av uppkommande kriser. Ett tredje exempel är »Århundradets skattereform«. De kraftiga sänkningarna av marginalskatterna och minskningen av progressiviteten i inkomstskattesystemet ansågs bara kort tid före reformen vara politiskt omöjliga att genomföra av en socialdemokratisk regering eller för den delen av någon svensk regering överhuvudtaget. Här blev politikomläggningen möjlig inte på grund av en djup kris utan på grund av att några politiker, inte minst Ingvar Carlsson och Kjell-Olof Feldt, visade prov på strategiskt tänkande, beredvillighet att ta betydande politiska risker och uthållighet. Dessa egenskaper har tyvärr blivit alltmer av en bristvara i svensk politik.

Slutsatser

Utifrån mina resonemang vill jag dra följande slutsatser angående hanteringen av kreditavregleringen och de effekter den fick.

- > Kreditavregleringen ledde till en betydande kreditexpansion som ifråga om både omfattning och varaktighet vida överträffade de bedömningar som gjordes av såväl beslutsfattarna bakom avregleringen som av många andra.
- > Denna kreditexpansion bidrog till överhettningen och de stigande fastighetspriserna i den svenska ekonomin under den andra hälften av 1980-talet, faktorer som i sin tur bäddade för den kommande finans- och fastighetskraschen.
- > Verkniningarna av finans- och fastighetskraschen förstärktes av att de i tiden sammanföll med en djup lågkonjunktur, vilken i betydande utsträckning hade internationella orsaker.
- > Kreditavregleringen var inte den enda inhemska orsaken bakom de ekonomiska problem som uppkom vid ingången av 1990-talet. En annan viktig faktor var den alltför expansiva finanspolitiken som »doldes« bakom allt starkare offentliga finanser. Ytterligare betydelsefulla faktorer var den dåligt fungerande lönebildningen, den kraftigt urholkade konkurrenskraften och olika slag av strukturella hinder för att öka utbudet av arbetskraft m. m.
- > Även den ihållande internationella högkonjunkturen under 1980-talet, framdriven av en expansiv ekonomisk politik i USA samt stigande realräntor vid ingången till 1990-talet, bland annat som en följd av den tyska återföreningen, bäddade för den ekonomiska krisen i Sverige i början av 1990-talet.
- > Statsmakterna (regering, riksdag och Riksbank) har huvudansvaret för den makroekonomiska miljön, att samhällsekonomin är i rimlig balans. Men de har inte ansvaret för kreditgivning och fastighetsaffärer. Det ansvaret ligger på de aktörer – banker och fastighetsköpare – som tog de faktiska besluten.
- > Problemen med kreditavregleringen hade förmodligen minskat men inte försvunnit, om den hade föregåtts av »Århundradets skattereform« med dess lägre skattesatser och begränsningar i

- avdragsrätten för utgiftsräntor. En sådan reform framstod dock vid mitten av 1980-talet inte som möjlig att genomföra.
- > Kreditavregleringen var på sikt omöjlig att upprätthålla i en alltmer internationaliserad ekonomi som kännetecknades av avregleringar i andra länder och ett alltmer lätttröligt kapital.
 - > Avregleringen skapade också positiva effekter genom att öka den samhällsekonomiska effektiviteten och avskaffa det förmynderi gentemot individer och företag som kännetecknades av den gamla kreditregleringen.
 - > Att övergå till en regim med flytande växelkurs ansågs under 1980-talet – och ännu i början av 1990-talet – av de flesta vara otänkbart. Om ett sådant skifte ändå hade ägt rum vid den tiden hade det sannolikt förorsakat en rad samhällsekonomiska och politiska problem. Behovet av en stram finanspolitik kan inte trollas bort genom att ändra växelkursregim.
 - > Exemplet Danmark visar att det under vissa omständigheter – särskilt en tillräckligt stram finanspolitik – var möjligt att genomföra en kreditavreglering utan alltför stora störningar med bibehållen fast växelkurs.
 - > Besluten om avregleringar av kreditmarknaden togs under ett skede när det allmänna intresset för och kunskaperna om sådana frågor var begränsade. Den tradition av hemlighetsmakeri som gällde kring penningpolitiska beslut och riskerna för störningar på de finansiella marknaderna bidrog till obenägenheten att medverka till en offentlig debatt kring dessa frågor.
 - > Att med facit i hand utfärda rekommendationer angående vilken politik som borde ha förts är lika vanligt som lättköpt. Man måste utgå från de kunskaper som fanns vid beslutstillfället, inte från de kunskaper som i efterhand har kunnat inhämtas.
 - > Det är även nödvändigt att ta hänsyn till de värderingar och prioriteringar som rådde vid beslutstillfället och som i vissa avseenden väsentligt skiljer sig från de i dag rådande.
 - > För politiska beslutsfattare finns ständigt en mängd restriktioner som gör det svårt eller omöjligt att fatta kloka beslut och genomföra dem. Politik handlar därför – eller borde handla – om att utifrån en övergripande vision om vad som ska göras »gripa tillfället i flykten« och att söka vidga ramarna för det politiskt möjliga.

Noter

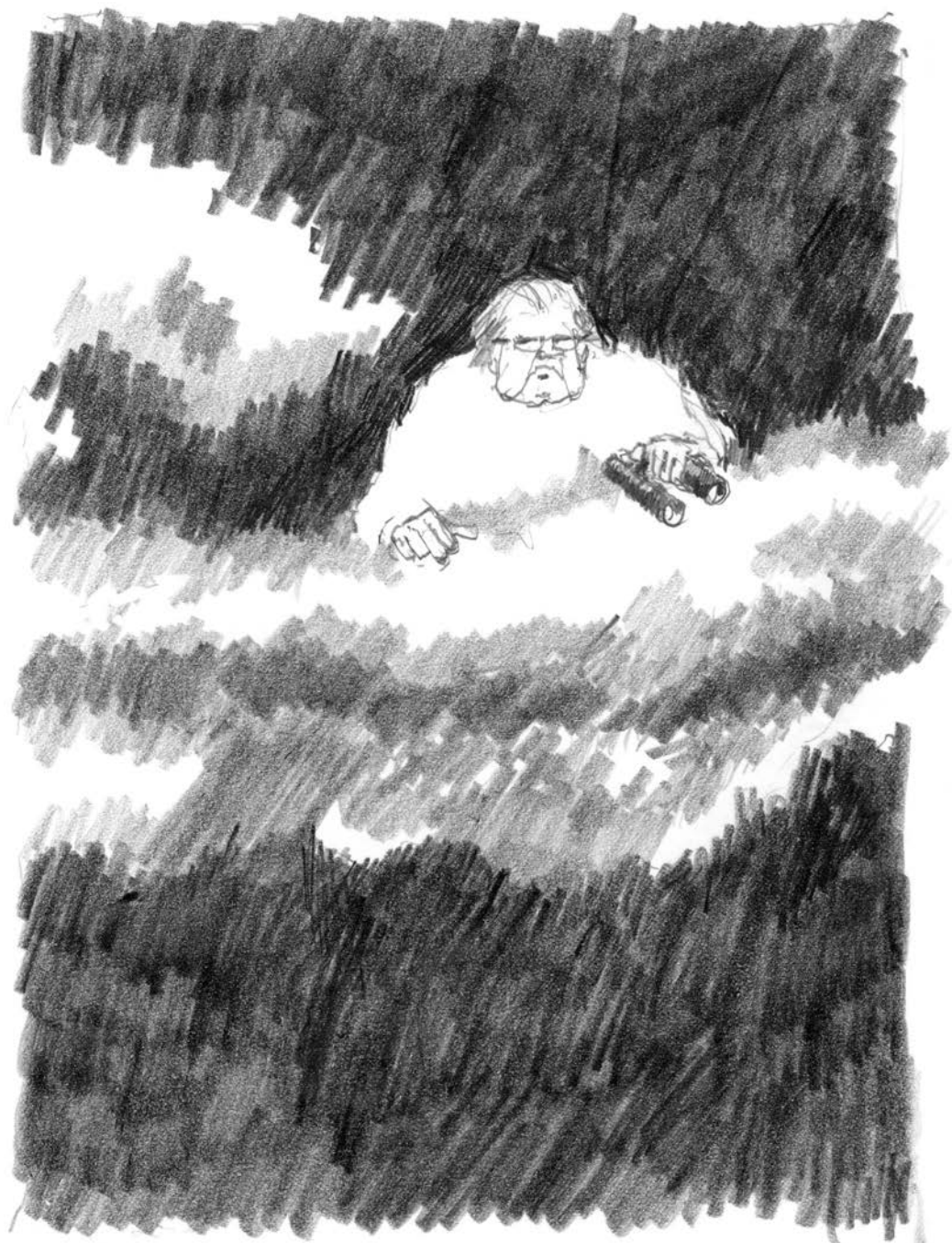
1. Bengt Dennis, Peter Englund, Kjell-Olof Feldt, Thomas Franzén, Lars Heikensten, Michael Sohlman och Svante Öberg har lämnat värdefulla synpunkter under arbetets gång. Ett tidigare utkast till kapitlet har diskuterats på ett seminarium den 8 juni 2005 i SNS regi, där bl.a. övriga författare till kapitlen i denna bok samt Torgny Wadensjö, medverkade. Vidare har Anders Kristoffersson (Finansdepartementet), Åsa Knudsen-Sterte och Ingemar Hansson (Konjunkturinstitutet) samt Claudio Carillo (Riksbanken) bidragit med viktigt underlag för mina skrivelser. Till alla dessa personer riktar jag ett varmt tack. För de bedömningar som görs och de slutsatser som dras i kapitlet svarar jag ensam.
2. I detta kapitel används genomgående ordet avreglering. Som rätteligen har påpekats är termen egentligen missvisande. Det handlar inte om att avveckla alla regler; om inga regler finns gäller djungelns lagar, inte marknadens. Vad det snarare är fråga om är att minska graden av reglering, att övergå till en mera marknadskonform och mindre planekonomisk organisation av en sektor. Ibland används begreppen omreglering respektive liberalisering. Jag håller mig dock till termen avreglering, eftersom den är allmänt vedertagen. Risken för missförstånd torde vara liten.
3. Den genomfördes av Per Åsbrink, min pappa, som då var riksbankschef. Det var ett brott mot traditionen att inte samråda med regeringen i förväg. Per Åsbrink fick behålla jobbet men riksbanksfullmäktiges ordförande, Per Eckerberg, tvingades avgå och ersattes av den förre finansministern Per Edvin Sköld. Hans uppgift var att fungera som överrock till Per Åsbrink men i själva verket utvecklades ett mycket förtroendefullt samarbete mellan de båda herrarna. Räntekuppen kan ses som ett viktigt steg på vägen mot ökad självständighet för Riksbanken. Penningpolitiken fördes i hög grad självständigt av Riksbanken, även om Riksbanken brukade informera finansministern om förestående viktigare beslut inom penningpolitiken, till exempel diskontoförändringar.
4. Feldt (1984), s. 143.
5. Erfarenheterna från tidigare skatteutredningar som hade dragit ut på tiden och inte utmynnat i några påtagliga resultat ledde till att de nu aktuella skatteutredningarna flyttades in i regeringskansliet. Jag var ordförande i två av de tre stora skatteutredningarna (RINK och Företagsskatteutredningen/URF – den tredje var Kommittén för indirekta skatter/KIS) och sekretariatet bestod huvudsakligen av departementstjänstemän. Processen förkortades avsevärt genom att förslagen förankrades tidigt i regeringen och förbättrade därmed utsikterna att de också skulle genomföras. Detta uteslöt inte att förslagen även fick stöd från andra intressenter – främst folkpartiet bland de politiska partierna samt viktiga intresseorganisationer såsom LO och Sveriges Industriförbund.
6. I de diskussioner som jag förde med företrädare för Riksbanken om uppläggnings av valutaavregleringen använde vi uttrycket »den hårda kärnan«.

Till en början omhuldade vi tanken att det fanns en hård kärna i regleringen som borde bibehållas även på längre sikt men att övriga onödiga inslag kunde avvecklas. Efterhand ändrade vi uppfattning. Det fanns ingen hård kärna. Valutaregleringen var snarare som en lök – man kunde ta bort skikt efter skikt och stötte aldrig på någon hård kärna.

7. Wohlin (1998), s. 27.
8. Bergström, Englund, Thorell (2002), s. 24.

Referenser

- Bergström, C., P. Englund, P. Thorell, (2002), *Securum och vägen ut ur bankkrisen*, SNS Förlag.
- Bäckström, U., (2003), »Finansiella kriser«, *Ekonomisk Debatt*, nr 1
- Carlsson, I., (2003), *Så tänkte jag*, Hjalmarson & Högberg Bokförlag.
- Dennis, B., (1998), 500%, Bokförlaget DN.
- Englund, P., (1999), »The Swedish Banking Crisis: Roots and Consequences«, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 15, No 3, Autumn.
- Feldt, K.-O., (1984), »Den tredje vägen«, *Ekonomisk Debatt*, nr 3.
- Feldt, K.-O., (1991), *Alla dessa dagar*, Norstedts Förlag AB.
- Jonung, L., (1999), »Med backspegeln som kompass – om stabiliseringspolitiken som läroprocess«, rapport till ESO, Ds 1999:9.
- Jonung, L., (red.), (2003), *På jakt efter ett nytt ankare. Från fast kronkurs till inflationsmål*, SNS Förlag.
- SOU 1982:52, »En effektivare kreditpolitik«, Slutbetänkande från Kreditpolitiska utredningen.
- SOU 1985:52, »Översyn av valutaregleringen«, Slutbetänkande från Valutakommittén.
- Svensson, T., »Novemberrevolutionen – Om rationalitet och makt i beslutet att avreglera kreditmarknaden 1985«, Rapport till ESO, Ds 1997:37.
- Sveriges Riksbank, Förvaltningsberättelser 1980–1989.
- Werin, L., (red.), (1993), *Från räntereglering till inflationsnorm. Det finansiella systemet och Riksbankens politik 1945–1990*, SNS Förlag.
- Wohlin, L., (1998), »Bankkrisens upprinnelse«, *Ekonomisk Debatt*, nr 1.



VAD FAN HÅLLER NI PÅ MED?

Karl-Henrik Pettersson

1990-talets fastighets- och bankkris – bankperspektivet¹

Det här kapitlet har tre syften. Det första, och det övergripande, är att beskriva och förstå bank- och fastighetskrisens bakgrund sett i bankperspektiv.² Tidsmässigt handlar det om vad som skedde i de svenska bankerna under perioden 1986–1990, den period då grunden lades för bank- och fastighetskrisen. Vill man formulera det första syftet i en enda fråga skulle det bli: Varför fick vi under perioden 1986–1990 denna enorma tillväxt i kreditgivningen till företag som ägde kommersiella fastigheter?

Det andra syftet är att diskutera bankernas ansvar för krisen – och att sätta in den diskussionen i ett större ansvarsperspektiv. Bankerna och bankledningarna har utan tvivel en del av ansvaret för att vi i Sverige i början av 1990-talet fick en bankkris i samma storleksordning som den som drabbade de svenska bankerna 70 år tidigare, i början av 1920-talet. Men ansvaret måste, nu liksom då, delas med andra. Den våldsamma kreditexpansionen efter 1985 var en förutsättning för krisen – men inte dess orsak.

Det tredje syftet är att sätta fingret på vad företagskulturen, eller mera allmänt den särpräglade kultur som utmärker en viss bransch, betyder för skeendet. Jag kommer att visa att de svenska bankernas brist på riskkultur bidrog till den extraordinära utlåningstillväxten, och därmed till att bankkrisen blev så djup som den blev.

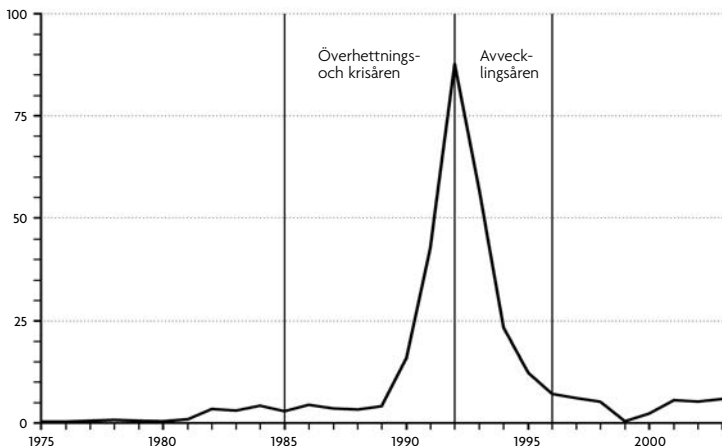
Ett par avgränsningar ska göras. Den viktigaste är att de förhållanden som gjorde att *efterfrågan* på kredit ökade dramatiskt under några år under andra hälften av 1980-talet inte tas upp till diskussion. Den 16-procentiga devalveringen 1982 som ledde till höga

vinster och allmän optimism i näringslivet, skattesystemet som gynnade ökad skuldsättning, den fasta växelkursen-normen som gjorde det svårt, eller omöjligt, för Riksbanken att kyla av den överhettade ekonomin med högre räntor, och sist men inte minst, avsaknaden av en stram finanspolitik under överhettningens åren 1987–89, allt detta är således faktorer som läsaren av det här kapitlet redan måste ha tillägnat sig. Med andra ord är utgångspunkten för kapitlet att privatpersoner och företag *ville* låna mera, att det var lönsamt att låna och att det vid tiden för den så kallade Novemberrevolutionen 1985 (då Riksbanken tog bort den viktigaste kvarstående regleringen för bankerna, utlåningstaket), som för övrigt också kan sägas vara det här kapitlets tidsmässiga startpunkt, fanns ett uppdämt behov av ökade krediter.

Den andra avgränsningen är att vi lägger tyngdpunkten i diskussionen och analysen på *den kommersiella fastighetsmarknaden* och dess upplåning.³ Eller mera precist, på den organiserade kreditmarknadens (banker, finansbolag, bottenlåneinstitut) utlåning till ägare av kommersiella fastigheter. Det kan tyckas som en allvarlig inskränkning. Det är det inte. I praktiken var de svenska bankernas och finansbolagens kreditgivning till fastighetsbolagen, och i synnerhet till de fastighetsbolag som hade sin huvudinriktning på affärsfastigheter, helt avgörande för de samlade kreditförlusterna. Av de svenska bankernas samlade kreditförluster under åren 1990–93 på 175 miljarder kronor var ungefär hälften fastighetsrelaterade krediter, i praktiken dominerat av krediter mot säkerhet i kommersiella fastigheter.⁴

Tidsmässigt ligger kapitlets tyngdpunkt på åren 1986–92. Det betyder att perioden täcker in dels överhettnings- och kreditexpansionsåren fram till 1990, dels de verkliga krisåren 1991–1992. Bankkrisen mätt i kreditförluster nådde sin kulmen i och med verksamhetsåret 1992. Den här tidsmässiga avgränsningen betyder att de frågor som hör till bank- och fastighetskrisens hantering, avveckling och efterarbete berörs bara översiktligt i slutet av kapitlet. Den statliga bankgarantin, organisatoriska lösningar som »bad banks« (typ Securum), redovisningsprinciper för panter och liknande frågor som stod i fokus för intresset när krisen skulle tacklas ligger således vid sidan av diskussionen i kapitlet.

FIGUR 1. Den svenska bankkrisens tidsmässiga förlopp. Årliga totala kreditförluster 1975–2003 (Mdr) i fast penningvärde (2003 års priser).



Källa: Riksbanken samt egna beräkningar.

Den svenska bankkrisens tidsmässiga förlopp sammanfattas i figur 1. Den enkla bilden gör krisens dramatiska skeende tydligt.

För en djupare analys än vad ett kapitel kan erbjuda hänvisas till min bok *Bankkrisen inifrån* från 1993.⁵

Låt oss börja med en kort beskrivning av den kommersiella fastighetsmarknaden.

Den kommersiella fastighetsmarknaden

Den kommersiella fastighetsmarknaden under 1980- och 1990-talen har ett kännetecken som omedelbart kittlar intresset – de dramatiska prisförändringarna. På ett par år efter 1986 fördubblades, i vissa fall tredubblades, priserna på kontorsfastigheter i Stockholm och Göteborg. Och prisdramatiken gällde några år senare även i andra riktningen. De börsnoterade fastighetsbolagens fastighetsbestånd minskade i värde med uppemot 50 procent på två år – 1990 och 1991 – och vissa fastigheter i deras portföljer hade givetvis haft en väsentligt större värdesänkning.

En blandning av ekonomi och spekulation

Vad är det som gör att marknaden investerar plötsligt får ett ökat intresse och är beredda att betala väsentligt mer för en fastighet än

vad de skulle ha gjort bara något år tidigare? Och varför kan investeringsintresset svalna – och priserna sjunka – på lika kort tid? Ja, svaret är att det beror på en blandning av ekonomi och spekulation, en mix av faktiska och psykologiska omständigheter som vävs samman till det som brukar kallas marknadens prisuppfattning.

Det *ekonomiska* elementets beslutsregler är lättast att identifiera. Priset på en fastighet är i teorin en funktion av bara två faktorer – det förväntade driftsöverskottet på fastigheten (hyresintäkterna ./ drifts- och underhållskostnader men exklusive kapitalkostnader) och förräntningskravet.⁶ Det senare är, förenklat sagt, den avkastning en viss investerare kräver. Sambandet betyder att om priset på fastighetsmarknaden går upp mellan två tidpunkter, som till exempel mellan 1987 och 1989, finns det bara två strikt ekonomiska förklaringar. Antingen har det förväntade driftsöverskottet ökat – och särskilt har förväntningarna om stigande hyresintäkter pressats upp – eller också har kapitalförräntningskravet sjunkit.

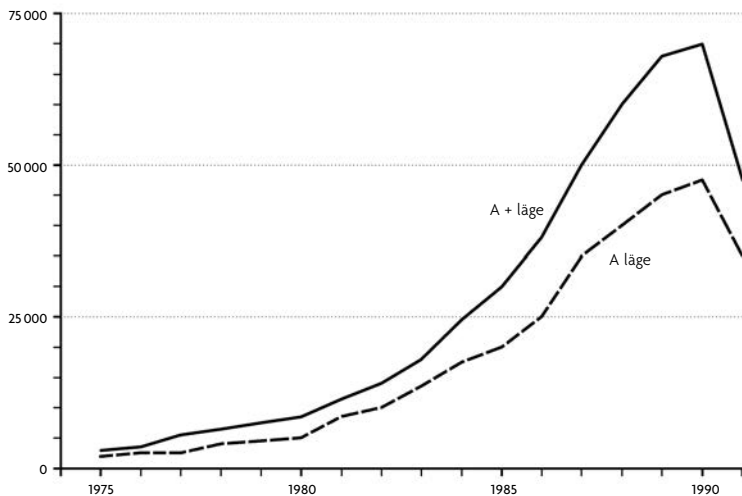
Det *spekulativa* elementet, som är nog så betydelsefullt för att förklara de dramatiska prissvängningarna, i synnerhet i förloppet senare skeden, är mycket svårare att få grepp om. Man kan kanske säga att när marknadens dominerande aktörer av något skäl lämnar de rationella förväntningarna och övergår till gissningar och önsketänkande, när således fakta och realiteter skjuts åt sidan till förmån för förhoppningar och illusioner, ja då har processen gått in i sin spekulativa fas.

Varför steg fastighetspriserna så kraftigt efter 1987?

År 1987 inleddes en period med snabbt stigande fastighetspriser, särskilt på kontorsfastigheter. Det gällde i hela landet, men i synnerhet i storstäderna. Mellan 1987 och 1989 ökade fastighetspriserna för kontorsfastigheter i bästa läge i Stockholm och Göteborg – mätt i löpande priser i kronor per kvadratmeter – på ett minst sagt dramatiskt sätt, priserna mångdubblades på tre år (jfr figur 2).

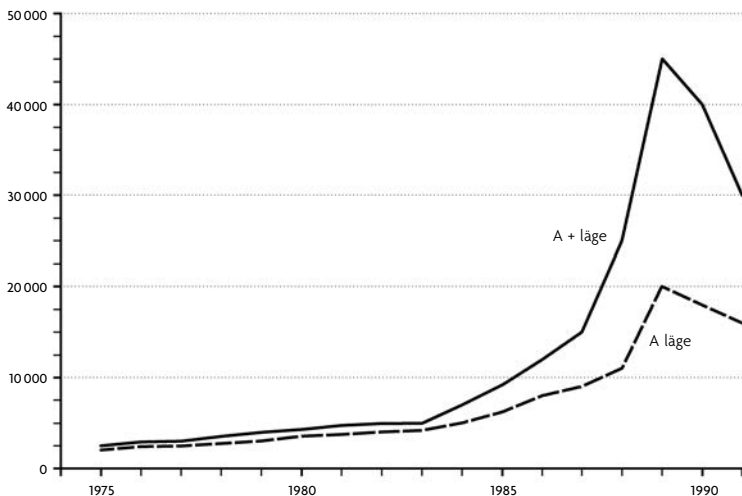
Det fanns en ekonomisk bakgrund till den här utvecklingen. Hyrorna i kontorsfastigheter hade med stor regelbundenhet stigit varje år under 1980-talet. Det blev resultatet bland annat eftersom de allra flesta kontorshyreskontrakt var indexerade – hög inflation gav helt enkelt automatiskt hyreshöjningar. Hyrorerna på kontorsfas-

FIGUR 2A. Prisutveckling kommersiella fastigheter. Stockholm »Bästa läge« (kr/kvm).



Källa: Ljungquist research.

FIGUR 2B. Prisutveckling kommersiella fastigheter. Göteborg »Bästa läge« (kr/kvm).



Källa: Ljungquist research.

tigheter i A-läge i Stockholm steg till exempel i löpande priser varje år under 1980-talet och realt låg hyresnivån 1990 mer än dubbelt så högt som tio år tidigare. Det var först efter 1988 som den reala hyresnivån stagnerade. Det ligger nära till hands att mångårig erfarenhet av gynnsam hyresutveckling präglar marknadens förväntningar. Det var vad som skedde under överhettningssären (med det menas i fortsättningen åren 1987–1989). Priskalkylerna byggde på fortsatta, nominella hyreshöjningar, i många fall säkert också på att reala hyresökningar kunde påräknas även långt in på 1990-talet.

Också den andra centrala faktorn i den ekonomiska kalkylen – kapitalförräntningskravet – lade i varje fall inte hinder i vägen för den spekulationsvåg som höll på att byggas upp under de kritiska åren 1986–1987. Realräntan hade visserligen dittills under 1980-talet stigit – och låg till exempel 1986 och 1987 (till följd av en högst måttlig inflationstakt under dessa båda år) högre än vad den hade gjort under 1970-talet och under 1980-talets första hälft. Men det fanns också en tilltro till att realräntan inte skulle komma att ligga kvar på den höga nivån. Lägre inflation borde ge lägre räntor. Det förefaller som om de dominerande fastighetsinvesteringarna under de här åren utgick från att en låg realräntenivå – kanske långsiktigt 3–5 procent – var vad man kunde kalkylera med.

Till dessa två ekonomiska omständigheter kunde läggas andra faktorer som också drev på prisutvecklingen. Den avreglerade kreditmarknaden var sannolikt, vid sidan av stigande hyror, den mest betydelsefulla faktorn när man vill förklara fastighetsprisernas dramatiska höjning under överhettningssären. För första gången stod krediter till förfogande utan Riksbankens begränsningar. Och fastighetsägarna var inte vilka kredittagare som helst. De kunde visa på hög totalavkastning på sina investeringar, de var med goda vinster i sikte beredda att betala höga låneräntor och, viktigast av allt, de kunde erbjuda bästa möjliga säkerheter, realsäkerheter, för sina krediter. Fastighetsmarknadens aktörer framstod under de här åren helt enkelt för bankerna och andra finansiärer som mycket attraktiva kunder.

Det senare framhävdes också av vissa strukturförändringar på fastighetsmarknaden. Stegvis hade under en 10–15-årsperiod fastighetsbolagen vuxit fram och blivit så stora köpare på fastighets-

marknaden att de under senare delen av 1980-talet var den tongivande spelaren på den professionella fastighetsmarknaden. Fastighetsbolagen var stora, normalt välkonsoliderade företag, ofta ägar- eller rörelsemässigt samordnade med byggverksamhet, som hade goda kontakter med bankerna och som därigenom hade förutsättningar att klara de likviditetsmässiga påfrestningar som ofrånkomligen följde med fastighetsförvärv på de låga direktavkastningsnivåer som gällde efter 1985. (Direktavkastningen är fastighetens driftsnetto dividerat med det uppskattade marknadsvärdet.) En låg direktavkastning, låt oss säga på nivån 5 procent, betydde ofta i praktiken att fastighetens driftsöverskott efter avdrag för avskrivningar och fastighetsskatter inte räckte till för att täcka räntekostnaderna. Låneräntan var vid den här tiden var mycket hög, för ett fastighetsbolag ofta genomsnittligt 10–12 procent, och med hög belåning gick inte kalkylen likviditetsmässigt ihop.

Den andra sidan av utvecklingen var att små företag och privatpersoner inte längre köpte kommersiella fastigheter i den utsträckning som de tidigare hade gjort. Kalkylen gick inte att »räkna hem« De finansiella åtagandena och riskerna var alltför stora.

Till det här kom en del andra, både psykologiskt och faktiskt efterfrågedrivande faktorer. Det var goda tider för både hushållen och företagen. Det påverkade också fastighetsmarknaden. Stellan Lundström har till och med sagt att hade vi haft en lågkonjunktur 1986 så hade det sena 1980-talets fastighetsmarknad »gått i normala banor«. Det är kanske att ge högkonjunkturen under åren i mitten av 1980-talet en mer avgörande roll för fastighetsmarknadens vägval än vad den i verkligheten hade. Det fanns andra omständigheter som också var pådrivande. Valutaregleringen tvingade fortfarande (fram till november 1987) fastighetsbolagen att förverkliga sina alltmer omfattande och djärva investeringsstrategier i Sverige.⁷ Detsamma gällde för försäkringsbolagen som inte kunde köpa fastigheter utomlands förrän 1989. Valutaregleringen verkade på så sätt prisdrivande.

Den olyckliga prisspiralen

Allt sammantaget blir det inte så förvånande att prisspiralen snurrade uppåt – och någonstans på vägen förlorades verklighetsförank-

ringen. Priserna gick över den gräns som sattes av sund fastighetsekonomi och rationella beslut och hamnade på spekulativ mark.

Raset kom hösten 1990. Det går att på dagen precisera när vändpunkten kom – den 24 september 1990, den dag då penningmarknaden utsatte finansbolaget Nyckeln för en *run*, det vill säga företaget kunde inte refinansiera förfallande lån. Liknande likviditetskriser i andra stora finansbolag – Independent, Obligentia, Gamlestanden – kom senare under hösten 1990. Fastighetsbolagen, och andra stora aktörer på fastighetsmarknaden, förlorade på några få månader den finansiär – finansbolagen – som hade varit mest riskbenägen. Finansbolagen hade på den mest spekulativa delen av fastighetsmarknaden tagit den högt liggande finansieringen, det vill säga säkerheter som legat högre än vad bankerna – och självklart bostadsinstituten – hade accepterat. Nu fanns inte den möjligheten. Konsekvensen blev oundviklig. Det gick inte längre att köpa och sälja fastigheter på de prisnivåer som krävdes.⁸

Med det inleddes en prisspiral nedåt – och priserna sjönk snabbt. För de större fastighetsbolagen sjönk på två år – 1990 och 1991 – de beräknade marknadsvärdena med uppemot 50 procent.⁹ Det var de handfasta omständigheter vi redan har kommenterat som styrde den utvecklingen – men nu i omvänd riktning. Hyrorna sjönk och – vilket är viktigt i sammanhanget – kreditmarknaden blev allt mera försiktig. Fastighets- och försäkringsbolag som fortfarande hade kapacitet att köpa fastigheter gjorde det i växande utsträckning utomlands. Valutaregleringen lade inte längre hinder i vägen. Till det kom en allt tydligare lågkonjunktur, en växande arbetslöshet och en allmän samhällsekonomisk nedstämdhet. De faktiska fastighetspriserna, i synnerhet för fastigheter i mindre attraktiva lägen, sjönk dramatiskt.

Hur kunde den professionella fastighetsmarknaden tillåtas bli ett allt mera avancerat korthus utan att någon högt och ljudligt sa ifrån att priset måste komma? Hur kunde denna prisbubbla tillåtas växa fram?

Det finns inget enkelt svar på sådana frågor. Vill man finna svar och förklaringar måste man analysera mer djupgående och långsiktiga omständigheter.

Direktavkastningskalkylens tid

Analyserar vi direktavkastningens utveckling från 1970 och fram till 1990-talets början med Stockholmsmarknaden som exempel så ser man ett tydligt mönster. 1970-talet var en tid då direktavkastningen på fastighetsmarknaden steg – för kontorsfastigheter i Stockholm från nivån 6–7 procent under första hälften av 1970-talet till 8–9 procent mot slutet av decenniet. Det var ingen dramatisk nivåhöjning men den var trendmässig och tydlig. Under 1980-talet vände utvecklingen.

Direktavkastningen började sjunka och gjorde det år efter år så att när fastighetsmarknaden kollapsade 1990/91 hade den – återigen med Stockholmsmarknaden som exempel – kommit ner på nivån 4–5 procent. Direktavkastningskurvans tudelade förlopp över 20-årsperioden berättar något om fastighetsmarknadens tongivande spelregler. Med 1980-talet inleddes en ny era på fastighetsmarknaden – vi skulle kunna kalla den *direktavkastningskalkylens tid*.¹⁰

Det var inte så att ett tongivande synsätt i ett slag ersattes med ett annat. Det var en process som tog tid. Men det är rätt att säga att i början av 1980-talet började tunga köpare på fastighetsmarknaden kalkylera på ett sätt som inte hade mycket med gamla tiders så kallade byggmästarkalkyl att göra.¹¹ Det var försäkringsbolagen som angav tonen. Det kan kanske till och med sägas att Trygg-Hansas köp av Diligentia 1982 var själva vattendelaren mellan de två synsätten.

Det var ingen osofistikerad metod som infördes, tvärtom. Det nya sättet att räkna utgick från ett antagande om en viss realränta och om inflationen. Gällde det en befintlig fastighet var hyran (inklusive hyreskontraktens indexklausuler) liksom givetvis driftskostnaderna kända – och därmed var allt som man egentligen behövde veta för att få fram ett värde på fastigheten känt. Det beräknades som nuvärdet av den kedja av driftsöverskott som faller ut under planeringsperioden (jfr fotnot 6), kanske över en tjuugoårsperiod. Kalkylen kunde mycket väl också inkludera ett belopp som motsvarade fastighetens restvärde vid planeringshorisontens slut. Det senare kunde, inte minst för fastigheter i storstädernas centrala lägen, vara det långsiktigt verkligt intressanta värdet, det speglade ju egentligen värdet på tomten.

Det som inträffade kan också uttryckas så att de höga direktavkastningstal – som mest uppemot 10 procent – som gällde mot slutet av 1970-talet inte var realekonomiskt motiverade. Indexerade hyror och en allmän hyresnivåhöjning på marknaden innebar att direktavkastningskravet rimligtvis borde ligga på lägre nivåer, en möjlighet som således försäkringsbolagen framgångsrikt exploaterade under 1980-talets första hälft.

Det är betecknande att försäkringsbolagen gick i bräsch för det nya sättet att räkna. Det var den finansiella marknadens kalkylmetoder och tänkesätt som infördes. En fastighet kunde betraktas som ett placeringsobjekt som inte skilde sig nämnvärt från en aktie eller en obligation under förutsättning att innehavet var långsiktigt. Direktavkastningskravet kunde då, ungefär som på värdepappersmarknaderna, tillåtas sjunka till låga nivåer. Det som räknades var totalavkastningen och med stigande fastighetspriser kunde den, när fastigheten en gång avyttrades, förväntas bli mycket hög.

Kalkylmetoden var sett i ett försäkringsbolags perspektiv naturlig. Försäkringsbolagets placeringsfilosofi måste vara långsiktig och tillgångsportföljen måste vara gedigen. Och vad kunde vara mera gediget än goda fastigheter i goda lägen vilket de fastighetsobjekt var som försäkringsbolagen investerade i. Till det kunde läggas att ett försäkringsbolag med stora ekonomiska och finansiella resurser inte behövde bekymra sig för att förvaltningen med stigande fastighetspriser och ett högt ränteläge gick med ett allt större likviditetsunderskott.

Direktavkastningstänkandet tog steg för steg över. Det olyckliga var att det inte bara var långsiktiga placerare med god likviditet och ekonomi som anammade det nya sättet att se på fastighetsinvesteringar. Det spred sig till andra företag med helt andra ekonomiska och likviditetsmässiga förutsättningar. Så småningom, och särskilt under överhettningssären efter 1987, hade direktavkastningsmodellen blivit den tongivande kalkylmodellen på den professionella fastighetsmarknaden. Därmed hade grunden lagts för den fastighetskrasch som skulle komma några år senare.

Det är uppfordrande att ställa frågan hur det kunde komma sig att bankerna inte på ett tidigt stadium, kanske redan under 1987 och 1988, i mycket högre utsträckning sa nej till ökade krediter till fastighetsbolag och andra fastighetsägare. Det hade, sannolikt lika

effektivt som en finanspolitisk åtstramning, kunnat förhindra spekulationsbubblan att växa sig så stor. Varför skedde det inte? Varför sa inte bankerna nej till ökade krediter mot säkerhet i fastigheter?

Jag ska nu utförligt analysera och diskutera den frågan. Först bara en kort kommentar om avregleringen.

Avregleringen i november 1985

Den 21 november 1985, inför uppläggningsen av kreditpolitiken för 1986, meddelade Riksbanken att utlåningstaket omedelbart skulle slopas. Utlåningstaket var en kvantitativ restriktion för bankernas, finansbolagens och bottenlåneinstitutens utlåning i svenska kronor, den så kallade övrigutlåningen.¹² För 1985 hade gällt att medelvärdet av bankernas utestående krediter vid slutet av varje månad 1985 inte fick överstiga motsvarande medelvärde 1984 med mer än 4 procent. Den restriktionen, som bankerna hade levt efter fram till november, var således i ett slag borta.

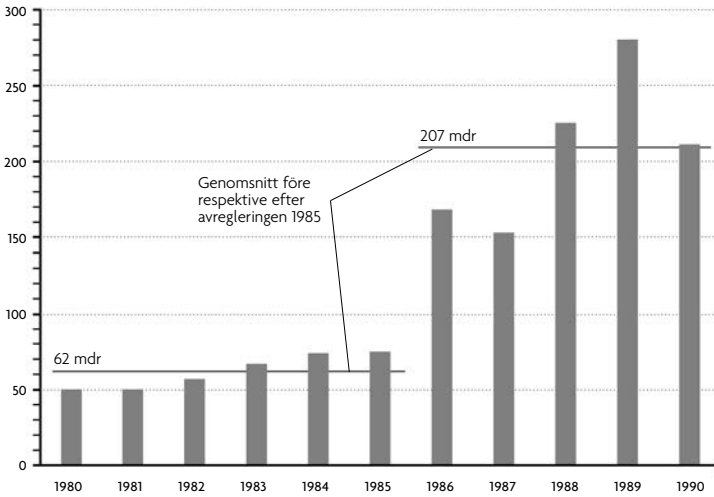
Konsekvenserna blev omedelbara. Bankerna hade fram till avregleringen i november hållit sig inom angivna ramar, i själva verket hade nettoutlåningen *minskat* med mer än 10 miljarder kronor under perioden januari–oktober 1985. Under årets två sista månader *ökade* utlåningen med cirka 19 miljarder kronor. Det var mer än dubbelt så mycket som den genomsnittliga ökningen för samma tvåmånadersperiod för de båda närmast föregående åren.¹³

Med perspektiv på hela 1980-talet framstår volymavregleringen i november 1985 som den verkliga vattendelaren vad gäller den svenska kreditmarknadens volymtillväxt. Den blev brytpunkten mellan 1980-talets första hälft med en samlad, årlig tillväxt i utlåningen på mellan 50–70 miljarder och perioden därefter med en årlig nettokreditgivning som låg 3–4 gånger högre. Under de tre överhettningssären (1987–1989) ökade finanssektorns nettoutlåning med 153, 225 respektive 280 miljarder kronor, ett minst sagt uppseendeväckande trendbrott (figur 3).

Banker utan riskkultur

Dramatiken i det som skedde med banksystemet efter 1985 kan göras tydlig med en metafor. Banksystemet kopplades 1985 uppströms loss från den förtöjning som regleringarna hade skapat, för

FIGUR 3. Nettoökning av lånestocken. Hushåll och företag, hela kreditmarknaden (Mdr).



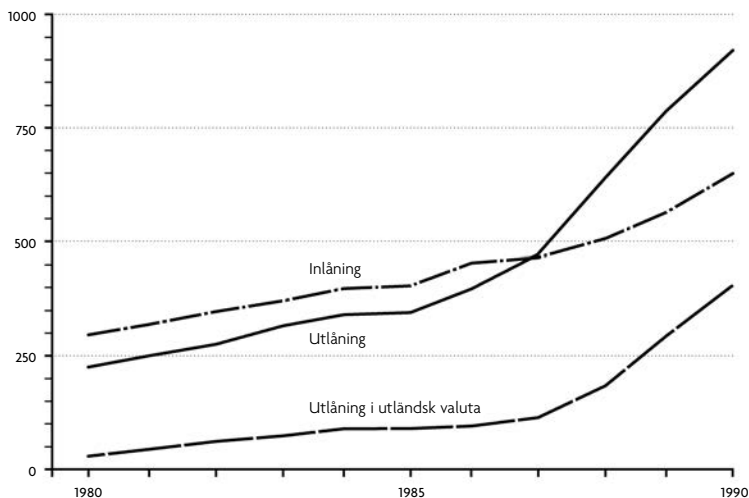
Källa: Finansräkenskaperna.

att först långsamt glida ut och därefter i allt snabbare takt dras in i »de vita vattnen« av extraordinär kreditexpansion och för att abrupt, någon gång under 1991, övergå i en dramatisk försränning. En efter en följde de svenska bankerna det här mönstret. De lugna vattnen nedströms nådde bankerna först efter flera år, framåt mitten av 1990-talet.

Är bilden sann? Kan det vara så att bankerna efter det att avregleringen genomförts 1985 egentligen inte hade någon effektiv broms mot den snabbt ökande efterfrågan på krediter? Kan det vara så att bankernas incitament att säga nej till ökade krediter inte fanns?

Jag menar att det förhåller sig så. De ekonomiska och administrativa spelregler som styrde under överhettningens åren gav helt enkelt inte anledning för bankerna att säga nej till ytterligare krediter. Finansieringen gick att ordna, kreditexpansionen var lönsam, riskkapitalet var tillräckligt, kreditprövningarna visade inte på att risker togs som inte borde tas, det fanns bankmässiga säkerheter i den omfattning som bankrörelselagen krävde, den interna kontrollen slog inte larm och, viktigast av allt, företagskulturen var ingen broms.

FIGUR 4. Bankernas in- och utlåning 1980–1990 (Mdr). Samtliga banker.



Källa: Sveriges Riksbank.

Jag väljer att koncentrera diskussionen till tre av dessa sex förhållanden. De tre som då inte diskuteras – att pengarna till utlåningen måste finnas, att riskkapitalbasen måste tillåta en utlåningsexpansion i den omfattning som vi fick och att den interna revisionen och andra kontrollmekanismer i bankerna inte fick skicka ut oroande signaler om kreditgivningen – är självklart viktiga. Men sanningen är den att dessa tre faktorer i praktiken inte bromsade de svenska bankernas kreditgivning under överhettningens åren i slutet av 1980-talet. Kreditexpansionens finansiering vållade inte bankerna några svårigheter, i praktiken genom att utlåningen i utländsk valuta ökade kraftigt (se figur 4). Bankerna hade den kapitalbas som behövdes enligt de kapitaltäckningsregler som gällde under 1980-talet och den interna kontrollen gav inte bankledningarna några alarmerande signaler. Varför det var på det sättet har jag utförligt beskrivit i min bok *Bankkrisen inifrån* (kapitel 4).

De tre återstående faktorerna ska jag nu diskutera mera i detalj: 1) varför kreditexpansionen var lönsam för bankerna, 2) varför de utan svårighet kunde uppfylla bankrörelselagens säkerhetskrav, och slutligen 3) varför företagskulturen inte bromsade utlåningsexplosionen.

1. Om varför ökad kreditgivning och ökad lönsamhet gick hand i hand

Det har över åren i empiriska studier visats att företagen är långt ifrån perfekta när det gäller att kalkylera investeringsbeslut. Steget är långt från de kalkylmodeller som teorin erbjuder och de som i praktiken används. Men en sak gäller i alla företag, och banker är inget undantag, en investering kommer inte till stånd om den som ska ta beslutet inte tror att den är lönsam.

Kreditbeviljningsbeslut är principiellt ett investeringsbeslut – och självfallet gäller då att en kredit inte beviljas om den inte förväntas ge ett positivt bidrag till bankens lönsamhet. Det är detsamma som att säga att de enskilda kreditengagemangen bakom den stora kreditexpansionen under senare hälften av 1980-talet vart och ett i princip har varit lönsamt när beslutet fattades. Det kan, när vi vet det vi nu vet, verka förvånande. Men det är inte desto mindre sant.

Låt oss granska det påståendet lite närmare.

HUR SATTES PRISET PÅ EN KREDIT?

Före 1985 var bankernas prissättningsmodell enkel nog. Räntorna, både in- och utlåningsräntorna, ändrades i praktiken endast i samband med en diskontoförändring.

Riksbanken meddelade till exempel att diskontot hade höjts med en procentenhet och alla banker meddelade i sin tur allmänheten via annons några dagar senare att motsvarande räntejustering skulle komma att genomföras. Managementmässigt var detta en enkel operation. Datasystemen var så konstruerade att det som krävdes för att effektuera ränteförändringarna var ett telefonsamtal från ledningen till dataavdelningen med besked om ränteförändringens storlek – mest en bekräftelse på det som alla redan kände till – och om vilka konton som berördes, oftast samtliga in- och utlåningskonton.

Besluten var också i övrigt enkla. Det fanns till exempel inget att kalkylera. Utan att formellt vara tvingade till det följde alla banker den oskrivna regeln att in- och utlåningsräntorna skulle ändras lika mycket. Den in- och utlåningsstruktur som en viss bank hade, bestämde således i praktiken det ekonomiska utfallet av ränteföränd-

ringen. Det blev vad det blev. Den prisregleringsmodell som Riksbanken använde fram till avregleringen 1985 gjorde det inte lättare för bankerna att arbeta mera övertänkt med ränteförändringarna. Det var knappast heller någon bank som under den tiden gjorde det. Fram till maj 1985 var prissättningen för bankernas viktigaste verksamhetsområden – in- och utlåningen i svenska kronor – i allt väsentligt administrativt styrd av Riksbanken.

Det ändrades i ett slag. Efter den 13 maj 1985 hade bankerna friheten att utan inblandning själva bestämma in- och utlåningsräntorna. Det tog tid innan den nya friheten började utnyttjas – och det fanns inget förvånande i det. Kunderna hade under mycket lång tid vant sig vid det gamla systemet. Det hade varit okomplicerat och därmed lättfattligt. Det var av bara det skälet lätt att inse att ett avsteg från det som hade varit, måste få ta sin tid. Det var också av interna skäl nödvändigt.

Prisfrågorna kom emellertid steg för steg under 1986 och 1987 mera i fokus. Sambandet mellan de ränteförändringsbeslut som fattades – fortfarande under dessa första år så gott som alltid i samband med diskontoförändringar – och bankens ekonomi blev alltmer tydligt. Det gick att tjäna mycket pengar på en övertänkt ränteförändring. Det utvecklades simuleringsmodeller där man kunde väga samman vad som var bankekonomiskt attraktivt i en ränteförändring med vad konkurrenterna förväntades göra – eller möjligen redan hade gjort. Prisövervägandena fick också ta mer tid. För första gången på decennier hade prisfrågorna i bankerna fått den centrala ställning som de hade i alla företag där prisreglering inte fanns.

Efter ett par år av inlärning hade en ny prismodell för banktjänster utkristalliserats. Det var en blandning av administrativt bestämda räntor och marknadsräntor. Skillnaden låg i att bankerna själva tog alla beslut.

Hur bestämdes då utlåningsräntorna på företagsmarknaden under till exempel åren 1987–1989 då kreditexpansionen var som störst? Ja, det är självklart att det fanns en viss skillnad i de praktiska arbetsformerna mellan olika banker, men i princip var modellen densamma.

För *små, mindre och medelstora företag* fanns det både administrativt bestämda utlåningsräntor och marknadsräntor. Rörelsekre-
di-

ter av olika slag inklusive byggnadskreditiv räntesattes ungefär som på privatsidan. Ett riktpreisintervall erbjöd kontoren en viss frihet att differentiera räntan men nivåmässigt bestämdes den centralt vid huvudkontoret – och den ändrades, precis som på privatsidan, om det allmänna ränteläget ändrades.

De mindre och medelstora företagens projekt- och investeringskrediter hade en mer skraddarsydd prissättning. Marknadpriset fick en påtaglig influens. De mest medvetna och attraktiva kunderna tvingade fram prismodeller som i praktiken inte skilde sig märkbart från det som gällde för storföretagens och de stora projektfinansieringarnas prissättning, det vill säga ett påslag på en referensränta. På krediter i utländsk valuta hade det också för dessa företag under lång tid varit praxis, i slutet av 1980-talet gällde det således även för krediter i svenska kronor. För övriga kunder i kategorin små, mindre och medelstora företag diskuterades fram en utlåningsränta av mer traditionellt slag, kanske till och med bunden till diskontot.

Det är rätt att säga att risk som en explicit komponent under den här perioden knappast vägdes in i prisöversvägandena på kundnivå. Det fanns flera skäl för det. Den kundansvariges frihetsgrader i prissättningen var således inte särskilt stora. Dessutom visste alla att för de krediter där kreditrisken erfarenhetsmässigt var hög, till exempel blancokrediter till privatpersoner, var också marginalen vid. Riktpreiserna hade så att säga riskelementet inbyggt. Det fanns inte heller i bankerna före 1990 en företagskultur som gjorde det naturligt att granska kreditportföljens samlade risker. Den frågan ska jag återkomma till.

HUR SATTES RÄNTAN VID MARGINALAFFÄRER?

Hur prissatte då de svenska bankerna *de stora investeringskrediterna* under 1980-talet? Om vi tänker oss att prissättningen gällde en 100 miljoners kredit till ett fastighetsbolag hösten 1989, hur gick den till?

Ja, det fanns givetvis återigen skillnader mellan bankernas praktiska tillvägagångssätt men inte i prissättningens konsekvenser. Marginalerna för en och samma kredit skilde sig inte åt. Den bank som erbjöd de mest attraktiva räntevillkoren (och det mest tilltalande upplägget i övrigt, till exempel i löptid, valuta etc.) fick krediten –

TABELL 1. Bankernas genomsnittliga kreditförluster under överhettningsåren fördelade på kategori. Andel av de totala kreditförlusterna i procent 1987–1989, samtliga banker.

ÖVERHETTNINGÅREN 1987–89	
Företag inom industri, handel, service m. m.	
< 50 anställda	60–80%
> 50 anställda	försumbara
Bygg- och fastighetsbolag	mkt små
Finansbolag	mkt små
Hushåll	10–25%

Källa: Egna uppskattningar, se också SHB:s årsredovisning 1991, s. 35.

och den prismässiga skillnaden mellan bankerna kunde oftast mätas bara i några fåtal »punkter« (100 punkter = 1 procentenhet).

Utgångspunkten för bankens prissättning på den här marknaden var finansieringskostnaden, kostnaderna för vad bankerna kallade »fundingen«, för det aktuella beloppet och för den löptid och valuta kunden ville ha. Teoretiskt sett borde banken ha gjort tre påslag. För det första för transaktionskostnaden och den andel av den gemensamma kostnaden – overheaden – som krediten skulle bära. För det andra för att en utökning av kreditstocken med 100 miljoner av en kredit säkerställd mot fastighetsinteckning, krävde 1 miljon kronor i eget kapital.¹⁴ För det tredje borde också ett påslag göras för affärsrisken.

Verkligheten var en helt annan. Konkurrensen tvingade ner priserna på krediter av det här slaget, dels genom att riskpremien av marknaden värderades mycket lågt, dels genom att det egna kapitalet i praktiken inte prissattes alls.

Det är svårt att hävda att detta vid den aktuella tidpunkten – hösten 1989 – var en försummelse. Risken kvantifieras av det som förväntas – och det som förväntas styrs av en mix av tidigare erfarenheter och specifika analyser. Ingendera av de två antydde att riskpremien skulle vara hög. Kreditförlusterna på fastighetsrelaterad utlåning, antingen den skedde direkt till fastighetsägaren eller indirekt via ett fastighetsbolag, hade varit mycket små eller försumbara (se tabell 1). De analyser som gjordes, både företagsspecifikt

och branschspecifikt, gav före hösten 1990 inga signaler om att riskerna för den här typen av kreditgivning hade ökat.

Att bankerna under överhettningssären i praktiken inte satte ett pris på utnyttjandet av det egna kapitalet, kapitalbasen, hade en handgriplig ekonomisk förklaring. Det var lätt att visa att så länge kapitalbasen för en viss bank inte var en trång sektor, skulle alla tillkommande krediter med en positiv marginal över finansieringskostnaden höja räntabiliteten på det egna kapitalet. Det gällde särskilt för krediter som inte krävde en utökning av personella eller andra resurser i banken, det vill säga i praktiken stora, väl säkerställda investeringskrediter avseende exempelvis kommersiella fastigheter eller krediter till stora, ekonomiskt starka kredittagare.

Någon bank kan givetvis hävda att den visst prissatte kapitalet, om inte annat så genom att kontoren och andra affärsenheter skulle förränta det kapital som utlåningen krävde. Men det är mera teori än verklighet. Sanningen är att räntemarginalerna för de stora objektsfinansieringarna, inte minst kreditgivningen till de större aktörerna på den kommersiella fastighetsmarknaden, i slutet av 1980-talet i *alla* banker låg i intervallet 0,5–1,0 procent, i de allra flesta fall sannolikt närmare den undre gränsen än den övre, ibland till och med väsentligt under den undre gränsen. Med det vi i dag vet kan man då bara kort konstatera, att antingen tog bankerna via den snäva marginalen betalt för kapitalet eller för risken (som man då uppfattade den) men avgjort inte för båda. Dessutom skulle ju bankens egna omkostnader för affären täckas in.

MYTEN OM BANKERNAS VOLYMTÄNKANDE

En av de mer omhuldade och därmed ständigt upprepade åsikterna om bankerna under 1980-talet är att de styrdes av ett onyanserat volymtänkande. Att ta marknadsandelar i utlåningen var det tongivande målet och lönsamheten som mål hade givits en andraplansroll.¹⁵ Det är en felsyn.

Självklart önskar alla verkställande direktörer och rörelsechefer i alla branscher och företag – och det innefattar således bankchefer och kontorsföreståndare i bank – att just deras företags respektive affärsenhets marknadsandel ska öka på konkurrenternas bekostnad. När en bank får belägg för att det egna företagets andel av den

samlade utlåningen till allmänheten har ökat från ett år till ett annat är det något som man som bankchef gläds åt, på samma sätt som en kontorschef i Kungsbacka eller Vaxholm gläds åt att just hans kontor har ökat sin marknadsandel av kreditgivningen inom kommunen. Men denna självklarhet är inte liktydig med att ökade marknadsandelar i kreditgivningen är det *övergripande*, viktigaste målet för verksamheten.

Det torde kunna gå att visa att alla stora svenska banker – affärsbanker, sparbanker och föreningsbanker – under 1980-talet hade lönsamheten eller räntabiliteten som ett allt annat *överordnat* ekonomiskt mål.¹⁶ Missförståndet är samtidigt lätt att förstå. Att öka volymen krediter var så gott som alltid liktydigt med att öka lönsamheten och räntabiliteten. Låt oss se hur de här frågorna behandlades i praktiken i bankerna.

Ett bankkontor, oavsett om det arbetade på privat- eller företagsmarknaden, fick regelbundet, till exempel en gång per månad, en sammanställning med faktiska siffror för den gångna månaden (räntenetto, övriga intäkter, kontorets omkostnader och kreditförluster, nettoresultat, eget kapital, räntabilitet etc.) där de jämfördes till exempel med föregående månad och periodiserad budget.

Alla kontorschefer, det kan vi utgå ifrån, ville höja lönsamheten i absoluta tal, det vill säga kontorets nettoresultat – och i vissa banker än hellre räntabiliteten på utnyttjat kapital eller den så kallade I/K-relationen. Räntabiliteten definierades i de flesta banker då som nettoresultatet dividerat med den andel av kapitalbasen som kontoret tog i anspråk. Den modellen betydde för övrigt också att en lågprissatt utlåningsökning inte utan vidare betalade sig i form av ökad räntabilitet för kontoret eftersom kontorets »egna kapital« automatiskt ökade i takt med utlåningsökningen. Marginalen måste också med en sådan modell vara större för en kredit med högre riskvikt, till exempel en kredit mot företagsinteckning än ett lån mot säkerhet i bostadsfastighet. I/K-talet var kort och gott relationen mellan kontorets samtliga intäkter (i vissa banker enbart »övriga intäkter«) och rörelsekostnader (i vissa banker enbart omkostnader).

En kontorschef kunde öka räntabiliteten (eller I/K-talet) genom att hålla låga omkostnader där en hel del kostnader, åtminstone på

lite sikt, var påverkbara. De faktiska kreditförlusterna fördelades på kontoren och även om det skedde med en ofrånkomlig tidsfördröjning var signalen tydlig – se till att kreditförlusterna hålls nere på kontoret. Ökade kreditrisker i dag kommer tillbaka som ökade kostnader i morgon. Kontorets andel av overheaden var det kort-siktigt lite att göra åt.

Också intäktssidan kunde påverkas. Kontorets *ränteintäkter* bestämdes – mer eller mindre på samma sätt i alla banker – genom att kontorets faktiska utlåningsränta reducerades med finansieringskostnaden, den senare kallad intern- eller förlagsränta och helt enkelt internpriset på utnyttjat kapital. Kontorets *räntekostnader* bestämdes på samma sätt. Den faktiskt betalda inlåningsräntan räknades av mot en internränta. Ett kontor som kunde hålla låga inlåningsräntor fick ökade intäkter genom att räntenettet förbättrades.

Det är i den här internprismodellen som nyckeln till det förmentavolymtänkandets förklaring kan återfinnas. För kontor och affärsenheter av annat slag var en kreditexpansion – och inte minst när den i så hög grad kunde ske mot realsäkerhet – en till synes trygg väg mot ökad lönsamhet och räntabilitet. Det var också den vägen som alla banker valde. Vi fick inte den extraordinära kreditexpansionen som en följd av att bankerna gjorde ökade volymer och marknadsandelar till överordnat mål och lönsamhet och räntabilitet till ett mindre framträdande mål. Det var precis tvärtom. Kreditexpansionen blev, paradoxalt nog, följderna av att lönsamhet och räntabilitet var de mål som sattes främst.

Det fel vi i bankerna gjorde var att inte i kalkylerna rätt prissätta risken, särskilt på fastighetsrelaterad utlåning. När det inte gjordes blev inte heller lönsamheten en broms för kreditexpansionen, vare sig den mättes i absoluta tal eller som räntabilitet på använt kapital.

Ett förtydligande på den här punkten är samtidigt viktigt. När vi säger att bankerna inte rätt prissatte risken kan det tolkas som om en bank kan bevilja en enskild kredit bara utlåningsräntan får spegla den förväntade högre risken. Så fungerar inte kreditmarknaden. En bank kan visserligen för en viss kategori masskrediter, till exempel blancolån till privatpersoner, sätta priset med hänsyn tagen till risk och därefter i praktiken bevilja *alla* ansökningar som uppfyller

kravet på återbetalningsförmåga. Men för till exempel kategorin »större kredit till företag mot säkerhet i kommersiell fastighet« fungerar inte prissättningen på det sättet. Banken kan för den typen av kredit inte fullt ut kompensera sig för en högre förväntad risk med högre utlåningsräntor – och följden blir en kreditransonering där bara de allra bästa kunderna med de bästa säkerheterna beviljas kredit – alla andra får avslag även om företaget har en godtagbar ekonomi och bankmässiga säkerheter att erbjuda.

Så skulle det ha fungerat om insikten om den kommersiella fastighetsmarknadens risker hade funnits i de svenska bankerna under överhettningssären. Den insikten fanns inte och då gick det som det gick.

En ytterligare kommentar. Tittar vi på den klart vidgade marginalen mellan de svenska bankernas in- och utlåningsräntor under överhettningssären 1987–1989 skulle en slutsats kunna vara att bankerna, allt annat lika, faktiskt ökade utlåningsräntorna.¹⁷ Det skedde på privatmarknaden, och på vissa delar av företagsmarknaden, men inte av riskskäl utan därför att i den upprymda stämning som då rådde kunde bankerna för vissa typer av krediter ta ut ett väsentligt högre pris. Det kunde de emellertid *inte* göra för marginalkrediterna till fastighetsmarknadens stora aktörer eller för finansieringen av finansbolagen, kort sagt för de krediter där det skulle visa sig att risken var som störst.

ETT MEDVETET HÖGRE RISKTAGANDE

Ett annat missförstånd, uttalat av få men trots allt då och då formulerat,¹⁸ är att bankerna *medvetet* tog en högre risk under överhettningssärens kreditexpansion. Den sämre riskdifferentieringen genom en snabbt ökande andel fastighetskrediter i portföljen skulle således vara något som bankernas styrelser och ledningar inte bara var medvetna om utan också kalkylerade med för att nå viktiga, andra mål, kanske högre lönsamhet eller, ännu mera sannolikt hos den som har denna uppfattning, ökade marknadsandelar. Medvetet högre risktagande *och* volymtänkande i kombination är den verkliga häxbrygd som somliga utgår från att bankerna blandade samman under överhettningssären.

Den tolkningen faller på sin egen orimlighet. Om bankerna var

omedvetna om risken – och det vet vi i dag gällde för alla banker som beviljade krediter till den kommersiella fastighetsmarknaden under överhettningssären (och det gjorde alla banker) – då kunde de inte samtidigt *medvetet* ta en högre risk. Nej, svenska bankledningar har inte kalkylerat med högre risker under överhettningssären och om någon bank till äventyrs faktiskt räknade med högre kreditförluster som en följd av kreditexpansionen så var kalkylen säkert positiv i den meningen att högre kreditförluster med råge överträffades av högre intäkter. Ingen svensk bankledning, det kan vi vara säkra på, tänkte ens tanken att kreditförlusterna i kreditexpansionens kölvattnen skulle bli av en sådan omfattning att det egna företagets överlevnad stod på spel. Riskmedvetande i denna mening fanns inte.

Återigen, det helt avgörande misstag som vi i bankerna gjorde var att inte förstå att kreditrisker av en helt annan dignitet än vad som hade gällt under reglerad tid höll på att byggas upp under överhettningssären – och när den insikten inte fanns, ja då ransonerades inte heller krediterna på det sätt som rätteligen borde ha skett.

2. Om varför bankerna inte sa nej till ökade krediter

Att med kompetens, noggrannhet, omdöme och ett stort mått av psykologisk blick välja rätt bland låntagarna eller, vilket är mycket vanligare, välja rätt nivå på ett redan befintligt engagemang är kreditbedömningens själva kärna. Jag menar att svenska banker på det hela taget är mycket bra på den uppgiften – och var det också under de kritiska 1980-talsåren.

Affärsbankerna har en 100–150-årig erfarenhet av kreditbedömning av företagskrediter och det har lett fram till en arbetsordning som det sannolikt är mycket svårt att kritisera för ofullkomlighet. Det långa tidsperspektivet, tillsynsmyndighetens insatser för att sprida effektiva arbetsformer till hela bankväsendet och inte minst att personer med affärsbanksbakgrund ofta vid den här tiden hade ansvaret för kreditfunktionen inom sparbankerna och föreningsbankerna, ledde fram till att kvalitetsskillnaderna i det här avseendet mellan de olika bankgrupperna av allt att döma var försumbara. Att kreditförlusterna som andel av utlåningen under bankkrisens mest dramatiska år i början av 1990-talet var lika stora i alla tre bankgrupperna (se tabell 2, s. 153) tyder på att skillnaderna i kredit-

bedömningsförmåga mellan bankerna var små också under de kreditexpansiva åren i slutet av 1980-talet.

GAMLA KUNDER DOMINERAR

Hur går då kreditbedömning till i praktiken? Och hur går i synnerhet den mer komplicerade kreditgivningen till företag och projekt till i verkligheten?¹⁹ Ja, svaret är att det nästan aldrig går till på det sätt som schablonbilden ger intryck av.

Det dominerande antalet kreditbeslut på företagssidan avser kunder som banken redan har. Det betyder att det kontor som har ansvaret för krediten sedan länge känner företaget – och det gäller givetvis särskilt den kundansvarige. Är det ett engagemang av någon omfattning har den kundansvarige, som kanske är kontorschefen själv, regelbundna kontakter med företagsledningen, kanske går han (eller hon) runt i lokalerna och försöker få en känsla för hur det står till, kanske äter han lunch med ekonomichefen för att diskutera likviditeten eller något annat.

Det är en del av den mogna kreditkulturen att en bankman inte tycker om överraskningar och påtvingat snabba beslut. Det vet företagaren och i ett väl fungerande samarbete med banken blir det inte bara banken som begär information. Den kommer på företagets eget initiativ. I den mest utvecklade formen av samarbete blir bankmannen en viktig rådgivare och samtalspartner, för många företagsledare i mindre och medelstora företag den viktigaste han eller hon har.

FÖRTROENDE

Det är i denna process som ett förtroende mellan banken och företaget byggs upp – eller raderas. En företagare som uppenbarligen kan sin egen business, som lyckas på marknaden, som har företagets ekonomi och likviditet i ordning och som med gott omdöme fattar alla förändringsbeslut, är givetvis en arketyp för en företagare med bankens förtroende. Men i praktiken är förtroendefrågan mellan bankmannen och företagaren mycket mer komplicerad. Det finns gott om exempel på företagare som har fått utökad kredit trots att de ekonomiska talen tycktes tala för något annat. Krediten grundläggs så gott som helt på förtroende. Det finns också exempel på det omvända – krediten beviljas inte trots att ekonomin är god. Förtro-

endet saknas. Förtroendets betydelse för all kreditbedömning kan inte nog understrykas.

Kreditbedömningsprocessen måste dokumenteras – och det är för alla mer komplicerade krediter en omfattande dokumentation. Samtliga handlingar inför ett styrelsebeslut i ett stort kundengagemang kan mycket väl uppgå till 15–20 A4-sidor (och styrelsen i en stor bank kan vid varje sammanträde ha flera tiotals ärenden av det slaget). Dokumentationen innehåller med all sannolikhet i alla banker en promemoria om själva företaget – om företagets verksamhet, ekonomi och framtidsplaner. Den är skriven, i varje fall godkänd, av den kundansvarige och den blir en aktuell sammanställning av all den information som banken på olika sätt har samlat på sig. Som en del av denna företagsbeskrivning finns det eventuella kapitalbehovsberäkningar, kassaflödesanalyser och annat som för en kreditgivare är naturligt att lägga särskild vikt vid. En annan del av underlaget är engagemangs- och säkerhetsspecifikationer som i ett stort kundföretag, kanske för en koncern med olika rörelsegrenar, kan bli mycket omfattande.

All denna dokumentation sammanfattas i en kort föredragningshandling som för de allra största krediterna blir det dokument som ligger till grund för styrelsens beslut – och som ofta läggs som en bilaga till styrelseprotokollet.

NYA KUNDER

Nya kreditkunder följer samma mönster – bara med det tillägget att processen tar längre tid. Men också här finns för det mesta en lång förhistoria. Om det är ett nytt företagsengagemang har banken säkerligen under lång tid försökt att öppna för ett samarbete. Kanske har banken gjort ett eller flera besök tidigare och samlat på sig information, kanske har det hörts »rykten på stan« (som alltid är en viktig informationskälla för den verkligt framstående kreditbedömaren) om att det här är ett intressant företag – allt har blivit byggstenar i informationsinsamlingen och det har mynnat ut i övertygelsen att det här företaget vill bankkontoret ha i sin portfölj. Om resultatet av ansträngningen så småningom blir att en kredit lämnas, ska det beslutet dokumenteras precis som vilken kredit som helst.

Objektsfinansiering, det vill säga krediter som beviljas i första hand mot säkerheter i själva objektet, som kan vara allt från spektakulära flermiljardprojekt (som vid den här tiden Globen och Arlanda Stad) till måttligt stora fartygs- och fastighetsinvesteringar, kan följa ett annat mönster i beslutsprocessen. Det gäller i synnerhet stora, syndikerade, krediter där en bank beviljar krediten mot en viss specificerad del av säkerhetsmassan och där bedömningen av gäldenären i praktiken ligger på den eller de banker som leder konsortiet – och som också normalt tar en större del av krediten själva. Den mer normala objektsfinansieringen, till exempel stora fastighetskrediter, går däremot till på det sätt vi har beskrivit. Kreditbedömningen omfattar således både gäldenären och objektet. Jag ska återkomma till frågan hur en sådan kreditbedömning görs i praktiken.

INGET MOTSATSFÖRHÅLLANDE

Det kan tyckas som om det finns ett motsatsförhållande mellan denna till synes idealiserade bild över hur kreditbedömningen i en svensk bank går till – och också gick till under de kritiska åren i slutet av 1980-talet – och hur verkligheten såg ut i början av 1990-talet. Svenska banker hade bevisligen, och särskilt under överhettningensåren 1987-89, beviljat ett stort antal krediter som några år senare blev nödlidande. Företag och projekt som inte borde ha fått en kredit hade faktiskt fått det. Att det blev som det blev måste bero på att antingen var bedömningen av affären eller företaget felaktig trots all kompetens, erfarenhet och dokumentation eller också var den formella hanteringen inte riktig.

Den bilden kan inte ifrågasättas. Ändå finns enligt min mening inget motsatsförhållande. Svenska banker har med alla mått mätt hög klass på sin kreditbedömningsförmåga – och hade det också under det sena 1980-talet.

Paradoxen kräver en utförlig förklaring. Låt oss börja med den formella sidan av kreditbedömningen.

BANKRÖRELSELAGEN

En av de för kreditgivningen centrala paragraferna i den bankrörelselag som gällde i slutet av 1980-talet (och som fortfarande gäller år

2005) har följande lydelse: »Kredit får beviljas endast om låntagaren på goda grunder kan förväntas fullgöra låneförbindelsen. Dessutom krävs betryggande säkerhet i fast eller lös egendom eller i form av borgen. Banken får dock avstå från sådan säkerhet om den kan anses obehövligen eller om det annars föreligger särskilda skäl att avstå från säkerhet.«

Den här paragrafen hade 1987²⁰ ersatt den skrivning som nästan alla de bankmän som beviljade krediter under 1980-talet var utbildade, närmast indoktrinerade i: »Kredit får beviljas endast mot betryggande säkerhet i fast eller lös egendom eller i form av borgen. Utan säkerhet får dock kredit lämnas till ett sammanlagt belopp som vid varje tidpunkt svarar mot högst 10 procent av summan av bankaktiebolags eget kapital och dess inlåning.«

I båda formuleringarna – även om 1987 års lag i främsta rummet satte självklarheten att en kredit får beviljas endast om den bedöms kunna betalas tillbaka – har kravet på »betryggande säkerhet« fokuserats. Det krävs, med de undantag som manifesteras i bankernas blancokreditportfölj (krediter utan formella säkerheter), betryggande säkerhet i fast eller lös egendom eller i form av borgen.

Lagrummets praktiska konsekvens blir att om inte säkerheter finns, kan inte heller kredit beviljas. Det jag ska visa är att tillgången till bankmässiga säkerheter inte var ett hinder för det sena 1980-talets kreditexpansion. Tvärtom fanns säkerheter, och inte minst realsäkerheter i en omfattning som gjorde att ingen bankman kunde uppleva att bankrörelselagens skrivningar och andan på denna punkt inte var uppfyllda. Att det så småningom skulle visa sig att säkerheterna, i synnerhet fastighetsinteckningarna, blev minst sagt övervärderade, är en helt annan historia som jag också ska återkomma till.

OM HUR KREDITGIVNING GICK TILL I SLUTET AV 1980-TALET

Det bankrörelselagen i kortfattade och allmängiltiga ordvändningar anger, tolkades, förtydligades och utvidgades i bankernas *kreditinstruktioner*. Det var ett relativt omfattande dokument, kanske 10–15 sidor, med detaljerade riktlinjer för hur kreditgivningen i en viss bank fick gå till. Kreditinstruktionen fastställdes årligen av bankens styrelse – och den hade alltid, i varje fall vid förändringar av någon

betydelse, dessförinnan tillställts tillsynsmyndigheten, Bankinspektionen, för underhandsgodkännande. Dessa praktiska riktlinjer för kreditgivningen kunde gå under olika namn i olika banker, dispositionen och detaljeringsgraden kunde något skilja sig åt, men i stora linjer fanns kreditinstruktioner med den här innebörden i alla stora banker. Det är också rimligt att utgå ifrån att det handlingsutrymme kreditinstruktionen gav en bank inte i något väsentligt avseende var mera generöst än i en annan bank.

Kreditinstruktionerna beskrev således hur kreditgivningen skulle gå till, till exempel jävsreglernas praktiska tillämpning, hur kredit till anställd eller styrelseledamot beviljas etc. Men framför allt gav de precisa riktlinjer för hur olika typer av säkerheter skulle behandlas och belånas. Det innefattade hela spektret av säkerheter från de minst riskfyllda – spärrmedel, statsobligationer och andra guldkantade värdepapper – över till de erfarenhetsmässigt minst säkra, in-teckningar i flygplan, fartyg, oljeriggar och så vidare. Däremellan fanns reglerna för hur till exempel företagsin-teckningar och panter i fastigheter av olika slag fick belånas. På den senare punkten kunde formuleringen i kreditinstruktionen i vilken bank som helst kunna tänkas vara följande:

»Panträtt i jordbruksfastighet, i bostadsfastighet med en- eller tvåfamiljshus eller med flerfamiljshus för vilket bostadslån enligt statliga bestämmelser utgår eller i tomträtt i sådan fastighet, får belånas upp till högst 75 procent av godkänd värdering.«

Kreditinstruktionen kunde sedan för att göra en sådan formulering operativ till exempel ange att beslut om vad som ska avses med »godkänd värdering« – i praktiken vilka värderingsinstitut som kan godkännas av banken – skulle fattas av bankens kreditdirektion eller av något annat företagsledningsorgan med protokollförda beslut.

BESLUTSTRAPPA

Som en mer eller mindre integrerad del av kreditinstruktionen fanns *kreditdelegeringsbestämmelser*, också de beslutade av bankens styrelse och underställda Bankinspektionen innan beslut. De reglerade i detalj den hierarki av kreditbeslutsnivåer som fanns i alla banker – från den högsta nivån – centralstyrelsen för krediter över-

stigande till exempel 50 miljoner kronor – till den lägsta nivån, den enskilde kundmottagaren som har rätten att ensam bevilja till exempel en konsumtionskredit på högst 100 000 kronor. Däremellan fanns ett antal beslutssteg där varje nivå var definierad i vilka som måste delta (»Rörelsechef eller bitr. rörelsechef, berörd kon-torschef samt föredragande tjänsteman«) och vilka belopp som krediten fick avse (»Högst X miljoner kronor för kredit säkerställd med pant i fast egendom, företagsinteckning eller annan lös egen-dom inom gällande belåningsregler, högst Y miljoner kronor för kredit utan säkerhet . . . «).

På det sättet byggdes det i banken en beslutstrappa där en kredit, beroende på storlek och säkerhetsbild, till sist hamnade på den nivå där slutgiltigt beslut kunde fattas. En större kredit hade då passerat en eller flera lägre nivåer med »tillstyrkan«.

Det var inom dessa snäva ramar och strikta beslutsordningar som bankerna arbetade. Det var inte möjligt, bortsett från de blan-cokrediter som givits, att bevilja en låntagare krediter utan att det fanns bankmässiga säkerheter. Statistiken visar också att det var så i praktiken. Cirka 75 procent av bankernas kreditvolym vid utgång-en av 1989 var krediter mot »betryggande säkerhet« i bankrörelse-lagens mening.

En ytterligare aspekt på säkerhetsfrågan är viktig att förstå. Bankmässiga säkerheter är i ett samhällsperspektiv inte en viss given säkerhetsmassa som årligen växer ungefär i takt med BNP eller bruttoinvesteringarna. Särskilt fastighetsmarknaden har en förmåga att skapa säkerheter i en omfattning som snedvrider det annars ganska logiska och naturliga sambandet med till exempel BNP-utvecklingen. Det går till och med att någorlunda exakt ringa in storleksordningen på den extra säkerhetsmassa som fastighets-marknaden »tillskapade« under senare delen av 1980-talet.

Under de tre överhettningsåren 1987–1989 ökade banker, finansbolag och bostadsinstitut sin utlåning med över 650 miljard-er kronor. Av dessa var cirka 450 miljarder krediter säkerställda mot pant i fastighetsinteckning. Vid ingången av perioden fanns säkerligen ett inte oväsentligt outnyttjat säkerhetsutrymme i det då befintliga fastighetsbeståndet, men det är antagligen inte särskilt mycket fel att hävda att cirka 400 miljarder kronor i nytt säkerhets-

underlag hade tillskapats under bara denna treårsperiod. Eftersom vi vet att bruttoinvesteringarna i fastigheter inklusive bostäder och anläggningar under samma tidsperiod var på sin höjd 200 miljarder kronor, kan vi göra tillägget att kanske hälften av pantmassan – 200 miljarder kronor – avspeglade prisökningarna på andrahandsmarknaden.

Kontentan av analysen är att tillgången till bankmässiga säkerheter *inte* var en hämsko för kreditexpansionen i slutet av 1980-talet. Bankerna och andra finansiella aktörer erbjöds och tog de säkerheter som bankrörelselagen och god bankpraxis fordrade. Vi kan vara säkra på att det var på det sättet i alla banker. Ett avsteg hade varit ett brott mot gällande kreditinstruktion. Det hade inte tolererats av bankens revisorer, i sista hand hade Bankinspektionen ingripit.

Hur gick då kreditbedömningen i praktiken till när de stora aktörerna på fastighetsmarknaden, bygg- och fastighetsbolagen, steg för steg utökade sina krediter?

ETT STORT BÖRSNOTERAT FASTIGHETS BOLAG

Låt oss tänka oss ett stort, börsnoterat fastighetsbolag. Företaget är ett välkänt, omvittnat välskött fastighetsbolag som har goda relationer till de tre banker som det arbetar med. Den totala bankkrediten uppgår till cirka 1 000 miljoner kronor. Till det kommer ett företagscertifikatsprogram på 500 miljoner kronor (som är en ram för företagets upplåning på penningmarknaden). Resterande upplåning, cirka 600 miljoner kronor, ligger som bottenlån i bostadsinstitut. Det är sommaren 1989 och företaget har närmat sig en av bankerna med en kreditförfrågan (kreditpropå) på 100 miljoner kronor.

Företaget har en mycket gedigen ekonomisk ställning. Fastighetsbeståndet, bokfört till cirka 2,2 miljarder kronor, är med hjälp av ett värderingsinstitut värderat till något över 4 miljarder kronor. Övervärdet, skillnaden mellan marknadsvärdet och det bokförda värdet, är med andra ord runt 1,8 miljarder kronor. Fastigheterna är belånade till cirka 2,1 miljarder kronor. Det egna kapitalet är strax under 200 miljoner kronor, det mesta är beskattat eget kapital.

När övervärdet räknas in i soliditeten blir den cirka 50 procent. Skulle bara halva övervärdet tas med i beräkningen, och det var

1989 en beräkning med stora säkerhetsmarginaler, skulle ändå konsolideringen vara cirka 30 procent. Få industriföretag eller andra kredittagare har i slutet av 1980-talet så god soliditet.

Fastighetsförvaltningen, som har hyror på i det närmaste 300 miljoner kronor, går med ett litet plus. Det finns en del andra rörelsegrenar som går med förlust men det uppvägs gott och väl av att köp och försäljning av fastigheter ger ett överskott på några tiotals miljoner kronor. Det här mönstret har också gällt under några år. Kort sagt, både företagets soliditet, vinstkapacitet och likviditet är under god kontroll.

Detta understryks av andra omständigheter. Riskspridningen i fastighetsbeståndet är förhållandevis stor, både geografiskt och på annat sätt. Under de två senaste åren har bland annat företaget investerat i Belgien och Västtyskland och det är positivt från risk-spridningssynpunkt. Företaget har en professionell styrelse med tunga företrädare också för andra branscher. Ledningen har bankens förtroende.

FÖREDRAGNINGSHANDLINGEN

I en av de tre bankerna, den bank till vilken propån om en utökning av krediten hade riktats, såg den sammanfattande föredragnings-handlingen inför styrelsens augustisammanträde 1989 ut som på texten inom ramen (i den del som gäller engagemanget och säkerhetsbilden), se nästa sida. Det var samtidigt en så kallad årsföredragning.

Det här tänkta engagemanget, som är en lätt redigerad version av ett verkligt engagemang, leder till en del iakttagelser.

Krediten höjs enligt förslaget med 100 miljoner kronor. Banken, som tidigare i engagemanget hade pantbrev för 230 miljoner kronor, kommer överens med kunden om att 60 miljoner kronor i nya bankmässiga säkerheter måste till för den nya krediten, blancoandelen i krediten ökar med andra ord med 40 miljoner kronor. Den praktiska innebörden är att företaget lovar att vid varje tidpunkt se till att banken förfogar över pantbrev som värdemässigt motsvarar minst 290 miljoner kronor. Bankmässigheten definieras enligt kreditinstruktionen.

ENGAGEMANG: (kkr)	Nuv. eng.	Propå	Totalt	Att säkerst.
Limit för chm, l, vl, kg, bk	310 000	100 000	410 000	410 000
Företagscertifikat	500 000	–	500 000	500 000
SUMMA	810 000	100 000	910 000	910 000
ÄNDAMÅL:				
Krediter för fastighetsförvärv, byggnation och övrig fastighetsfinansiering.				
Företagscertifikatprogrammet delas mellan X-banken, Y-banken och Z-banken.				
Det kan utnyttjas till hela beloppet i en av bankerna.				
Säkerhet: negativklausul. F.n. utnyttjas 40 mkr ur certifikatprogrammet och 181 mkr ur övrig limit varav blanco 27 mkr.				
SÄKERHETER:			Säk. värde	
Pb i bostads- eller affärsfast. inom 85% eller i fast. inom 75% av godkänd värdering eller inom 95% av LBNs pantvärde vid byggnation med statliga lån. Av företaget utfärdad negativklausul täckande företagscertifikatprogrammet (500 000)			290 000	
SUMMA SÄKERHETER			290 000	
Blanco			620 000	
BESTÄMMELSE:				
Blancodelen på 620 mkr avser till 500 mkr företagscertifikat.				
Resterande 120 mkr föreslås kunna utnyttjas fullt ut vid varje tillfälle.				
Företaget är enligt Nordisk Rating klassat som K 3 för 1989.				

På detta sätt har det här fastighetsbolagets, liksom alla andra fastighetsbolags, låneåtagande steg för steg byggts upp. Stora investeringar i nybyggnation eller fastighetsförvärv har utan svårighet kunnat finansieras eftersom värdet, inte minst till följd av prisökningar, ständigt har ökat. Säkerheter har tillskapats.

Det leder också till en andra observation. Avgörande för hur stort säkerhetsunderlaget är hur »godkänt värde« beräknas. Och det beräknas, som jag redan antytt, i alla banker av bankens egna värderare eller – vilket är huvudregeln för alla större fastighetsengagemang och det som gällde i det här fallet – av fristående värderingsföretag.

Blancokrediten är mycket stor. Det är samtidigt till 80 procent – 500 miljoner kronor – en formell blancokredit i den meningen att den avser denna banks andel av bolagets löpande företagscertifikatprogram.²¹ I ett normalt läge har banken, som inte gått i borgen för

programmet, en ringa del av krediten, kanske ingen del alls, i den egna balansräkningen. De facto-risken har därmed bedömts som liten. Detta understryks av att dessa företagscertifikatprogram till sin karaktär är kortfristiga krediter.

Den »riktiga« blancoandelen på krediten är alltså 120 miljoner kronor, också det en stor blancoandel, men ett uttryck för att detta var ett högst attraktivt engagemang där både bank och företag visste att skulle inte en bank ställa upp på villkoren som kunden »erbjöd«, skulle en annan bank med glädje ta över krediten.

Förlagan till det fingerade företaget hade som alla fastighetsbolag svårigheter under 1990-talets första år men bedriver fortfarande, år 2005, verksamhet – och en synnerligen framgångsrik verksamhet. Men andra fastighetsbolag med ungefär samma karaktäristika har inte överlevt och då måste återigen frågan ställas – varför sa inte bankerna nej till ökade krediter? Vad gjorde vi som arbetade i bankerna för misstag?

Låt oss börja med att begrunda de fel och misstag banker i alla tider har gjort.

TRE FEL BANKER ALLTID HAR GJORT

Bankerna gör med jämna mellanrum *fel i företags- och affärsbedömningen* eller, om låntagaren är en privatperson, i hans eller hennes förmåga att betala tillbaka lånet. Även invänt en sedvanlig granskning av företagets affärsidé, marknad, ledning och övrig kompetens liksom av de ekonomiska förutsättningarna för att framgångsrikt lyckas och därmed kunna betala tillbaka krediten tar en bank då och då som det visar sig i efterhand felaktiga beslut, det vill säga beviljar krediter som längre fram blir nödlidande. Det gäller på motsvarande sätt också för privatpersoner.

Bankerna gör också *felaktiga bedömningar av säkerheternas värde* – och det finns åtminstone två sätt att göra misstag på. Det första är helt enkelt att säkerhetsbedömningen grundas på ett felaktigt marknadsvärde på panten eller inteckningen. En fastighetsvärdering kan visa sig vara orealistiskt hög. Det andra misstaget är att belåna säkerheterna för högt.

Felhantering är ett tredje sätt att förlora pengar på som också alltid måste finnas med i en sann beskrivning av hur kreditgivning går

till i praktiken. Också här finns det i princip två olika typer av misstag. Det mest kostsamma är antagligen att inte snabbt och handfast ingripa när krediten vållar bekymmer, när räntan inte bara en gång utan ofta inte betalas i tid, när limiten ständigt är fulldragen och checkräkningen övertrasseras etc. Det finns i alla banker och särskilt på företagsmarknaden ett stort antal exempel på att »goda pengar har slängts efter dåliga« genom att svåra eller obehagliga beslut om avveckling, neddragning eller – än svårare – personförändringar inte har genomförts i tid. Det tycks för övrigt, åtminstone på en normal bankmarknad, som om denna typ av felhantering är mera vanlig när det gäller små företagsengagemang än stora. Det återspeglar troligtvis att dessa inte så sällan handläggs av yngre tjänstemän som inte har tillräcklig utbildning eller erfarenhet.

Den andra typen av hanteringsbrister är formella fel. De kommer i normala fall till ytan först när krediten blir nödlidande och säkerheterna ska drivas in men kan då ibland bli kostsamma. Det kan handla om bristande kontroll av vem som får teckna firma, av försäkringsskyddet för till exempel ett pantsatt lager etc.

Vissa av dessa fel och misstag är acceptabla, andra är ousäktliga. Det är helt acceptabelt för en bank att ta kalkylerade risker i kreditbedömningen, riskhantering i denna mening är ju i själva verket en av bankernas grundläggande samhällsfunktioner. Det är acceptabelt, åtminstone mänskligt, att ibland inte säga upp en kredit utan i det längsta tro på att en vändning ska komma (dessutom visar en kalkyl ofta i sådana situationer att en konkurs eller avveckling på annat sätt blir dyrare för banken). Att göra formella fel och slarva i hanteringen är naturligtvis principiellt oacceptabelt men faller ofta tillbaka på bristfällig utbildning och erfarenhet, ibland på att det är bråttom. Det som aldrig kan ursäktas är uppenbar underlåtenhet, till exempel att inte vidta åtgärder för att skydda bankens fordran när all information pekar på att åtgärder borde vidtas, allvarlig oaktsamhet och givetvis trolöshet.

Vi vet i dag att bankerna under överhettningens årens hektiska lånekarusell gjorde alla dessa fel och misstag. Då och då gjordes fel i kreditutvärderingen, ibland felbedömdes säkerheternas värde (även med den information som fanns tillgänglig när krediten lades upp) och inte så sällan brast det i handläggningen av krediter både

när beslutet togs och i uppföljningen. Det stämmer också med erfarenheterna från andra länder att en snabb kreditexpansion leder till att kreditportföljens kvalitet försämras bland annat till följd av att kreditbedömningen löper risk att bli eftersatt.²²

Mera konkret skriver Finansinspektionen vad gäller bristerna i bankernas interna kontroll under åren 1988–1991 att erfarenheterna »har varit nedslående«. ²³ Man konstaterar att det i vissa fall har funnits allvarliga brister vad gäller beslutsordning, riskhantering och uppföljning. Även kontrollen av låneakterna har försummats på ett oacceptabelt sätt. Det finns fall där pantbrev och till och med lånehandlingar har saknats eller varit ofullständiga. Och slutligen: »Det finns anledning att ifrågasätta om inte såväl extern som intern brottslighet riktats mot det finansiella systemet«.

På den senare punkten är ett förtydligande viktigt. I alla större banker förekommer, som i vilket företag som helst, då och då att tjänstemän går över gränsen för det tillåtna, några enstaka gånger med allvarliga övertramp som leder till rättegång och fällande dom. Det är troligt att under den våldsamma kreditexpansionen mot slutet av 1980-talet blev den typen av överträdelser fler än normalt. Frestelsen var stor också för bankdirektörer och andra banktjänstemän att dras in i de snabba pengarnas och det stora överflödets värld som man genom arbetet ständigt kom i kontakt med. För några få blev frestelsen för stor. De omskrivna tureorna kring Sparbanken Västs Göteborgskontor, på sin tid den största förundersökningen kring ekonomisk brottslighet i landet, gör det mycket tydligt.²⁴ Och det finns ett antal fällande domar mot före detta banktjänstemän för brott begångna under överhettningens åren i slutet av 1980-talet.²⁵ Ändå är de kreditförluster som de svenska bankerna drabbades av genom *ekonomisk brottslighet* förknippad med det sena 1980-talets kreditgivning små om de mäts i relation till de totala kreditförlusterna. Och det gäller oavsett om en banktjänsteman medverkat i brottet eller inte. Enligt vissa beräkningar uppgick den bruttoskuld som skulle kunna beröras av ekonomisk brottslighet till 3,5 miljarder kronor, cirka 3 promille av bankernas utestående krediter i början av 1990-talet.²⁶ En sådan beräkning säger ingenting om storleken på eventuella kreditförluster på den här utlåningen. Men den ekonomiska brottslighetens bidrag till bankernas kre-

ditförluster på 175 miljarder kronor under åren 1990-93 kan med andra ord inte vara större än 2 procent och det är högst sannolikt att det var mindre än 1 procent.

Det är talande att också *oaktsam kreditgivning*, alltså kreditgivning som inte är brottslig men i någon mening vårdslös, under slutet av 1980-talet vid närmare granskning visade sig ha måttlig omfattning.²⁷ Banklagskommittén har för övrigt också visat att det i praktiken är omöjligt att, som ofta framfördes i debatten, med lagstiftning kriminalisera och därmed försöka stävja oaktsam kreditgivning (SOU 1999:82).

För att sammanfatta. Vill vi komma närmare en förklaring till bankkrisen är det *inte* teorier om en uppluckrad och oansvarig kreditbedömningsprocess som leder till svaret. Kreditverksamheten var inte nedprioriterad i bankerna som framställningen så långt förhoppningsvis har visat. Vi vet att bankerna då och då gjorde misstag i kreditbedömningen och kredithanteringen – och troligtvis var misstagen under överhettningensperiodens mest hektiska lånekarusell extra många – men de fel som gjordes förklarar bara en bråkdel av kreditförlusterna och definitivt inte bankkrisen. Det inkluderar den eventuella ekonomiska brottslighet som kan ha förekommit. Förklaringen till de extraordinära kreditförlusterna och till bankkrisen ligger på ett djupare plan.

Små kreditförluster under flera decennier, i sin tur konsekvensen av Riksbankens utlåningskontroll under lång tid, hade präglat bankernas företagskultur. Det saknades helt enkelt, som vi har varit inne på tidigare, en kultur i bankerna som betraktade risken för mycket stora kreditförluster som en praktisk möjlighet. Ingen räknade överhuvudtaget med det som senare skulle bli en realitet, att kreditförlusterna skulle kunna öka med en faktor tio eller mer. Och avsaknaden av en kreditriskkultur i denna mening fick också andra konsekvenser. Bankerna förmådde inte se det otänkbara som något tänkbart.

Det var det verkliga fel som bankerna gjorde.

DET OTÄNKBARAS FÖRVERKLIGANDE

Det otänkbara var till exempel att fastighetsmarknadens priser på vissa delmarknader skulle komma att halveras från 1989 års nivåer

– eller till och med sjunka mer än så på mycket kort tid. Det otänkbara var också att fastighetsmarknaden för de fastighetsägare som behövde sälja för att klara sin likviditet skulle upphöra att finnas. Den tanken tänkte få bankmän om ens någon.

När det otänkbara blev verklighet vändes alla gamla bankmässiga principer på huvudet. De säkerhetsmarginaler, till exempel vad gäller soliditet och likviditet som bankerna under decennier hade lärt sig att beräkna och leva efter, gällde inte längre. Att för ett fastighetsbolag halvera övervärdet i fastighetsportföljen vid beräkningen av soliditeten, som med tidigare erfarenhet skulle ha varit långt mer än tillräckligt, visade sig vara otillräckligt. Belåningsgraden på 75–85 procent för säkerheter i kontorsfastigheter som hade fungerat under lång tid och så gott som aldrig lett till förluster för bankerna, framstod i den nya situationen som alltför hög, närmast oansvarigt hög. Att bankerna dessutom i många fall till slut skulle komma att sitta med de säkerheter som också låg *över* 85 procent av belåningsvärdet var en annan otänkbar tanke. Men så blev det. De finansbolag som hade tagit den överliggande finansieringen fick naturligt nog först av alla bekymmer och eftersom bankerna till stora delar hade finansierat finansbolagen fick också bankerna bekymmer. I många fall tvingades bankerna ta över finansbolagens krediter och följderna blev att nedskrivningsbehoven växte ytterligare. En stor del av bankernas kreditförluster 1990 och särskilt 1991 var just av den typen.

Beskrivningen av det otänkbaras förverkligande är inget försvar. Det är rätt att kritisera oss som satt i bankernas ledningar vid den här tiden för att vi inte tänkte det otänkbara. En anledning var således den rådande företagskulturen, jag ska om ett ögonblick komma tillbaka till den frågan. En annan var historielöshet. 1920-talets svenska bankkris var på många sätt en parallell till 1990-talskrisen. Hade vi kunnat vår historia hade kanske den »disaster myopia« (»närsynthet inför katastrofala händelser«) som kännetecknade bankerna vid den här tiden kunnat undvikas.²⁸

En tredje anledning var, det är min personliga uppfattning, att bankerna inte i grunden förstod hur fastighetsmarknaden fungerade och hur prissättningen på fastigheter gick till – och än viktigare att de som vi förlitade oss på i sammanhanget, de fristående värde-

ringsinstitutet, inte heller tycktes förstå. Överhuvudtaget är det förvånande att inte någon av de stora värderingsinstitutet med all den erfarenhet, överblick och insikt som bara många värderingar på många olika typer av marknader ger, inte tydligt *utåt* – inte bara mot uppdragsgivare utan mot fastighetsmarknaden i sin helhet, mot kreditgivarna och mot allmänheten – siade om eller åtminstone varnade för den kommersiella fastighetsmarknadens priskollaps. Det hade man kunnat göra under 1988 eller i varje fall under 1989. Antingen kan det vara så att värderingsinstitutets ledande företrädare förstod att så skulle det komma att bli men ingenting sa. Eller också förstod man inte och hade därför ingenting att säga. Ingetdera av de båda alternativen är särskilt smickrande.

Jag har mer utförligt diskuterat värderingsinstitutets tveksamma roll i bank och fastighetskrisen i *Bankkrisen inifrån* (kapitel 3).

Den tredje omständigheten vi ska granska gäller, som jag just antydde, de svenska bankernas företagskultur under det sena 1980-talet. En distinkt företagskultur i bankerna hade vad gäller risken för stora kreditförluster kunnat fungera återhållande och påverkat kreditbedömningen. Den riskkulturen fanns inte.

3. Om varför företagskulturen inte var någon broms

De svenska bankernas företagskultur stöptes om under 1980-talet. Det var inte så att en helt ny företagskultur utvecklades men den gamla reformerades och nya inslag, främmande för den klassiska bankkulturen – till exempel en alltmer tydlig affärsorientering av verksamheten – fogades till den gamla. Det var inget unikt eller förvånande i denna omformning. Det som skedde i Sverige under 1980-talet hade tidigare under några år utvecklats i de länder som hade de mest avancerade finansiella marknaderna, framför allt USA och England.

Den svenska bankmarknaden hade ända fram till 1970-talet de kännetecken som hade dominerat hela efterkrigstiden. Alla banker erbjöd i stort sett samma produkter och tjänster. Kundlojaliteten var hög, både på privat- och företagsmarknaderna. Det var till exempel otänkbart under 1960-talet att en provinsbank som Sundsvallsbanken med huvudkontor i Sundsvall skulle kunna göra affärer med SCA, också med huvudkontor i Sundsvall. Skogskoncernen

var Svenska Handelsbankens »företag« och andra banker, i varje fall inte en provinsbank, kunde inte räkna med att dörrarna till bankaffärer stod öppna, inte ens för en produktaffär till generösa marginaler.

1970-talet dominerades av de små-förändringarnas-bankkultur. Men samtidigt var det under 1970-talet som de första tecknen på att något nytt var på gång kunde skönjas. Signalerna var fortfarande svaga. Det likriktade produktutbudet luckrades upp. En bank kunde utveckla och marknadsföra en ny produkt utan att alla andra banker var informerade på förhand och kunde göra samma sak på samma gång. Nya konkurrenter kom till, både på privat- och företagsmarknaderna. Kortföretagen arbetade till exempel både med betalningar och krediter och var således direkta konkurrenter. Finansbolagen utvidgade sin utlåning till också annat än specialfinansiering som leasing och factoring. Det skedde i konkurrens med bankerna. Kundtroheten minskade. Både privatpersoner och företag kände sig under 1970-talet alltmera fria att byta bank när det kändes rätt och att dela upp bankaffärerna på flera banker när det både ekonomiskt och riskmässigt uppenbarligen var fördelaktigt.

Marknadsandelarna började rubbas, särskilt de rikstäckande affärsbankerna tog under senare delen av 1970-talet marknad från övriga banker. Det var inte så mycket inlåningen från allmänheten som växte snabbare hos de stora affärsbankerna, det var dessa bankers andel av den totala kapitalanskaffningen som ökade – i sin tur ett uttryck för att utlåningen växte snabbare i storbankerna än i övriga banker. En förklaring var att funding i utländsk valuta, som låg närmare till för storbankerna, inte krävde likviditetskvotstäckning och således möjliggjorde en kreditexpansion.

De tidigare stabila lönsamhetsrelationerna mellan olika banker försvann steg för steg. Att Skånska Banken, en bank som under lång tid haft en svagare lönsamhet än andra banker, just under 1970-talet lyckades förbättra sin relativa lönsamhet och så småningom, tvärt emot vad som tidigare hade gällt, bli en av de mest lönsamma affärsbankerna väckte både förvåning och beundran. Men det var också ett utslag för att nya tider var på gång för svenska banker.

Det här var bilden i början av 1980-talet. Den gamla bankkulturen, formad av decenniernas likartade utveckling, utmanades av de

nya tiderna. Utmaningen kom inte bara från nya konkurrenter och nya sätt att arbeta på marknaden. Den tekniska utvecklingen gick snabbt, inte minst på betaltrafikområdet (konkretiserat till exempel med den alltmer omfattande användningen av kort) och i automatiseringen av vissa banktjänster. Allt flera började använda Bankomat och Minuten för att i lämpliga portioner ta ut lönen eller andra pengar. Den nya teknologin hade ännu inte radikalt förändrat kundernas beteende eller bankernas organisation, men det kändes att den skulle komma att göra det. Och utifrån kom vittnesbörd om en ofrånkomlig avreglering av de finansiella marknaderna och om dess lika ofrånkomliga djupgående konsekvenser för det finansiella systemet. Allt sammantaget blev 1970-talets förändringar till en så stor kraft att den traditionella bankkulturens dominans började brytas ner och ersättas med något nytt där tonvikten hade förskjutits och innehållet hade kompletterats.

Vad var det då för nya förhållningssätt och normer som hade grundlagts i bankerna under 1970-talet och som nu slog igenom? Vilka värderingar och attityder blev viktigare för bankerna i Sverige under 1980-talet? Kort sagt, på vilket sätt hade företagskulturen i svenska banker ändrats?

Svaret på sådana frågor blir inte särskilt precist. Det finns inte en och samma företagskultur i alla banker. Det finns säkerligen inte heller en och samma uttolkning av företagskulturen i en viss bank. Men det är ändå sannolikt att alla som har praktisk erfarenhet av vad som skedde under 1980-talet i svenska banker skulle kunna ena sig om att den företagskulturella omdaning hade åtminstone fyra kännetecken.

Kunden blev viktigare. Den klassiska bankkulturen var inte särskilt kundorienterad. Den innehöll ett stort mått av självtillräcklighet format av den självsäkerhet som följer med pengar, små förändringar och en, som den upplevdes, bankernas garanterade överlevnad och beständighet. Kunderna var till för banken, inte tvärtom.

Det här ändrades under 1980-talet, kanske inte till en början genom att problemet med bankernas självtillräcklighet formulerades på ett riktigt sätt. Det var alltför tidigt och alltför radikalt. Men däremot blev en ökad kundorientering tidigt på 1980-talet *ett* av

många sätt att möta de nya tider som alla som arbetade i bank såg var i antågande.

Att tjäna pengar blev viktigare. Den egna bankens lönsamhet har givetvis i alla tider varit ett viktigt mål för en banks styrelse och ledning – också under reglerad tid. Men lönsamheten var, som vi har sett, någonting som var svårt att påverka. Den styrdes långt mera än i dag av Riksbankens beslut.²⁹ De frihetsgrader som fanns var i praktiken inte större än att den egna bankens relativa lönsamhet på kort sikt var bestämd på förhand. Det var snarare regel än undantag att om bankernas räntemarginal krympte till följd av stigande räntor, så återställdes ordningen genom att Riksbanken tillät utlåningsräntorna att gå upp. Det var sådana omständigheter som skapade den nästan eftergivna synen på lönsamhet i klassisk bankkultur.³⁰ Detta kom att ändras i och med avregleringen.

Utveckling blev viktigare. Utveckling var betecknande för 1980-talets svenska banker. Och det gällde utveckling i ordets bredaste mening – av personal, av nya produkter, av nya verksamheter, av profil och image och av nya system. Det satte utan tvivel spår i bankernas företagskultur. Att skapa ett kreativt, förändringsvänligt klimat i den egna organisationen var något som troligen alla banker ville åstadkomma under 1980-talet.

Individuella initiativ blev viktigare. Den logiska konsekvensen av det som skedde med bankerna under 1980-talet var att »individnen« blev viktigare. Dess motsats »kollektivet« och dess stickord – likformighet, byråkrati och förvaltning, försiktighet – kunde lättare förknippas med gamla tiders bank och bankkultur. Att ta egna initiativ, att med kunskap och engagemang ta sig an kundens problem, att finna nya, annorlunda lösningar och att vara snabb, idérisk och flexibel, det var en idealbild av den nya tidens bankman. Mellan dessa två ytterligheter låg verkligheten.

De flesta anställda i bank, och i synnerhet de flesta i chefsposition, var även under 1980-talet präglade av den gamla bankkulturens värderingar och synsätt. Men de individuella egenskaperna blev ändå mera fokuserade. Löneskillnaderna vidgades där till

exempel goda ekonomiska resultat på det egna kontoret eller företagsamhet, kreativitet och affärsmannaskap utöver det vanliga betalade sig i högre relativlön. Det är sannolikt också rätt att säga att rörelsens folk, de som arbetade på kontor och i andra affärsenheter, i 1980-talets banker fick större uppmärksamhet än de som arbetade i indirekta avdelningar och funktioner. Det blev en tyngdpunktsförskjutning från tidigare förhållanden. Under 1950- och 1960-talen var det »finast« att i bank arbeta med administrativa göromål. På de så kallade filialerna fanns de personer som gjorde karriär genom att i ett senare skede flytta in till huvudkontoret och bli administratörer. Det hade nu ändrats. Kontoren och bankrörelsen i övrigt var i 1980-talets bankinterna värderingshierarki snäppet finare än administration.

Det finns ett antal missförstånd förknippade med den företagskulturella omdaning som alla banker kännetecknades av under 1980-talet.

Företagskulturen ändrades till exempel inte över en natt som somliga, till och med en organisationsforskare som Torger Reve, tycks tro.³¹ Det var en process med rötter i 1970-talet som flöt långsamt framåt och blommade ut först under senare hälften av 1980-talet. Allt annat hade varit omöjligt. Betydelsefulla attityder och uppfattningar i ett företag, liksom i alla sociala sammanhang, utvecklas sakta.

Det var inte heller så att den nya företagskulturen tog över och dominerade den gamla. Båda levde parallellt – och det var så av helt tvingande skäl. Den gamla bankkulturens bärare var i antal personer, och inte minst i antal chefspersoner som vi just antydde, långt fler än de som företrädde det nya. Under 1980-talets första år fanns de senare egentligen endast på de enheter som arbetade med värdepapper, i arbitrage rummen på utlandsavdelningarna, på fondsidan och i den snabbt växande handeln i svenska kronor. Lite senare fanns den nya bankkulturens företrädare också på kontoren, i synnerhet de kontor som arbetade med företag. Men sammantaget var den här gruppen personer under hela 1980-talet ett mindretal jämfört med de många, tongivande personer som hade rekryterats och idémässigt formats under tidigare decennier.

Dessa äldre, traditionellt skolade banktjänstemän sattes heller inte, som det har framställts av några, på undantag.³² Dels eftersom många förstod och tog till sig det nya och på det sättet blev extra värdefulla och produktiva, dels eftersom det var i den gruppen av erfarna medarbetare som den verkliga kunskapen om bankens rutiner och system fanns – och den behövdes till exempel i den allt intensivare utvecklingen av nya datasystem, ekonomisystem etc.

Ett tredje omhuldat missförstånd är att någon riskkultur värd namnet överhuvudtaget inte fanns i 1980-talets banker. Det är både sant och falskt. Penning- och kapitalmarknadens risker var för sig – ränte-, valuta- och likviditetsrisker av olika slag – och den samlade risken i balansräkningen hade blivit alltmera uppmärksammade. Dystra och dyrköpta erfarenheter i utländska banker som alla kunde läsa om, Bankinspektionens påtryckningar och annat, inte minst utbildning, gjorde att en riskkultur på värdepappersområdet och vad gäller balansräkningsriskerna grundlades i de svenska bankerna under några år i mitten av 1980-talet. Det är tänkvärt, och också ett uttryck för vad en tydlig företagskultur kan bidra till, att inte någon svensk bank gjort förluster i någon storleksordning på felspekulation i räntor eller valutor, i derivathandeln eller på penning- och kapitalmarknaden mera allmänt.

Om riskkultur däremot står för en medvetenhet om *kreditrisk*er som ett hot mot bankens lönsamhet och kanske till och med överlevnad, så fanns den inte i någon av de svenska bankerna före 1991. Det hade en ganska enkel förklaring.

Inte ens de – som det då kändes – dramatiskt ökade och växande kreditförluster som kännetecknade de svenska bankerna under 1980-talets första år förmådde att skapa en kreditriskkultur i denna mening som var stark nog att överleva.³³ Det hade i själva verket varit anmärkningsvärt om det tidiga 1980-talets stigande kreditförluster hade tagits på sådant allvar att det stora flertalet bankanställda flera år senare, och under tider då lönsamheten var god och kreditförlusterna på väg ner, skulle ha kunnat bevara en levande riskkultur.

Svenska Handelsbanken, den mest välskötta av de svenska affärsbankerna i slutet av 1980-talet, hade 1984 de dittills under 1980-talet högsta kreditförlusterna bland svenska storbanker – cir-

ka 1 procent av utlåningen. Men trots den höga nivån på kreditförlusterna kunde banken inte bara visa vinst samma år utan en högst konkurrenskraftig räntabilitet på eget kapital – 20,8 procent!³⁴ Signalen till omvärlden var tydlig. Höga kreditförluster är inget hot mot bankernas överlevnad, det märks knappast i lönsamheten. Och den mer analytiskt lagde banktjänstemannen, liksom Bankinspektionen, börsanalytiker och andra med ett intresse för banksystemets stabilitet, kunde lätt finna övertygande argument för att ta det tidiga 1980-talets ökade kreditförluster med en viss ro. De förlustreserver som det svenska banksystemet hade byggt upp var mångfalt större än det värsta årets (1984) samlade förluster. Banksystemet framstod i själva verket för den som gjorde sig besväret att titta på siffrorna i ett längre tidsperspektiv som stabiliteten själv. Lönsamheten var så god att bankerna höll räntabiliteten väl i nivå med industrins räntabilitet. Efter 1985 och fram till 1989 var i själva verket affärsbankernas räntabilitet på eget kapital som minst ett par procentenheter högre, som mest nästan 10 procentenheter högre, än industrins räntabilitet. De svenska bankernas räntabilitet var också väl i nivå med vad andra länders banker kunde visa. Svenska storbanker tillhörde efter 1985 västvärldens mest lönsamma banker. Och konsolideringsgraden var sådan att tanken knappast kunde tänkas att förlustreserverna inte skulle räcka till.

Företagskultur formas inte på befallning. Den måste få näring i verkliga omständigheter och belagda erfarenheter. De fanns inte vad gäller »överlevnadshotande« kreditrisker före 1991. Det är bara i teorin som den upplysta styrelsen eller verkställande direktören går på tvärs mot den verklighet och erfarenhet som finns till hands och inplanterar en riskkultur i en organisation som upplever att den inte behövs. Det går till och med att skärpa påståendet. Den person i ledande ställning i en svensk bank som ville driva en egen strategi, till exempel att efter 1987 inte belåna kommersiella fastigheter med motiveringen att det är en alltför riskfylld utlåning, måste ta strid med de attityder och värderingar som genomsyrade bankväsendet vid den tidpunkten. Han skulle med all säkerhet ha tvingats bort från sin position, åtminstone tvingats åt sidan i den egna organisationen. Den tongivande företagskulturen visar stor intolerans mot avvikare.

Det berättas att Nordbankens ledning redan i oktober 1988 diskuterade prisutvecklingen på den svenska fastighetsmarknaden, i synnerhet Stockholmsmarknaden. Ett underlag för diskussionen hade tagits fram med bland annat direktavkastningen på fastigheter i fem europeiska storstäder. Det framgick att direktavkastningen i Stockholm låg väsentligt lägre än i de andra städerna. Det hade varit naturligt att mot den bakgrunden dra slutsatsen att priserna på fastighetsmarknaden i Stockholm var för höga. »Banken drog dock slutsatsen att priserna i de andra städerna var onormalt låga och skulle stiga. Strax efter detta beslutade styrelsen efter en ingående diskussion att *höja* belåningsgraden för bostads- och affärsfastigheter till 85 procent.« Det talades också om »den numera relativt säkra toppbelåningen av fastigheter«.³⁵

Ett mycket tydligare exempel på att en bankledning inte, trots analys och diskussion, kan ta sig ur det vid en viss tidpunkt förhärskande synsättet är svårt att finna. Det kan man kritisera med facit i hand. Men inte givet förhållandena på hösten 1988. Det är högst troligt att vid den tidpunkten hade vi som satt i de andra bankernas ledningar kommit fram till exakt samma slutsatser.

Den samlade bilden av företagskulturens förändringar under 1980-talet ger på en punkt otvetydigt besked – den bromsade inte kreditexpansionen. Det som skedde var mera dynamiskt och pådrivande till sin karaktär än statiskt och återhållande. Mera av kund- och marknadsorientering, mera av vilja att gå på offensiven, att tjäna pengar åt det egna kontoret och åt banken, premieringen av kreativitet och nytänkande och individualiseringen där driftighet och personlighet blev högt värdesatta, allt kan ses som yttre tecken på att den förvaltande företagskulturen hade fått ge utrymme åt en mer affärsorienterad företagskultur. Men just denna tyngdpunktsförskjutning, denna blandning av gammal bankkultur och ny är viktig att betona helt enkelt eftersom det var precis så som verkligheten såg ut i alla svenska banker under 1980-talet.

Det är också viktigt att förstå att en del element i den nya företagskulturen och dess organisatoriska konsekvenser i praktiken var viktiga steg mot *förbättrad* riskkontroll. Den starka riskkulturen i bankerna på valuta-, penning- och kapitalmarknadsområdena har jag redan nämnt. Ökad delegering av ansvar och befogenheter var

ganska säkert också ett steg mot ökad riskkontroll. Denna uppfattning hade till exempel Jan Wallander, Svenska Handelsbankens ordförande under 1980-talet. Han skrev till och med att Handelsbankens relativt låga kreditförluster i början av 1990-talet var »en naturlig följd av decentraliseringen«. ³⁶

Divisionalisering och andra organisatoriska grepp där personal, rutiner och leveranssystem skraddarsyddes för att passa vissa kundgrupper, till exempel företags- eller VIP-privatmarknaden, var inte bara ett sätt att bättre tillgodose kundens behov och höja kvalitén gentemot krävande kunder. Det var också en kompetenshöjning som troligen reducerade kreditrisken på den kundgruppen mycket mer än vad den höjdes genom att portföljen specialiserades. Mer av utbildning på bred front, nya ekonomisystem, bättre trading- och kontrollsystem på penning- och kapitalmarknaden, är andra exempel på praktiska, riskdämpande utlöpare av 1980-talets förändringar.

För att sammanfatta analysen så långt. Det är bara i teorin som bankerna skulle ha kunnat hejda kreditexplosionen efter 1987, i praktiken var det en omöjlig uppgift. Hur skulle bankerna med den konkurrens som rådde ha kunnat stå emot den enormt starka efterfrågan på ökade krediter som ett uppdämt lånebehov, ett lånevänligt skattesystem och en överhettad svensk samhällsekonomi skapade när det bankinterna signalsystemet, som vi just har konstaterat, visade grönt i alla led?

1) Finansieringen av en snabb kreditexpansion utgjorde inte något hinder. Den gamla tidens starka bindning till inlåningen från allmänheten som finansieringskälla hade under 1980-talet kompletterats med en effektiv så kallad interbankmarknad där, bokstaveligt talat, ett telefonsamtal eller två ordnade det kapital, merparten i utländsk valuta, som behövdes. Vid utgången av 1985, omedelbart efter det att utlåningstaket hade tagits bort, var de svenska bankernas samlade upplåning i utländsk valuta lite över 100 miljarder kronor; fem år senare, i december 1990, var den över 400 miljarder kronor. ³⁷ Kring 300 miljarder kronor hade med andra ord tillförts den svenska kreditmarknaden på fem år (se också figur 4).

2) Lönsamheten var ingen broms. Alla de krediter som lämnades under överhettningens åren, även marginalkrediterna till fastig-

hetsbolagen, uppfyllde som jag har visat de interna kriterierna för lönsamhet.

3) Riskkapitalet fanns. Till och med efter fyra år (1986–1989) av en exceptionell kreditexpansion uppfyllde även de mest expansiva svenska bankerna kapitaltäckningskraven. Det berodde huvudsakligen på att fastighetskrediter av lagstiftningen vid den här tiden klassades som näst intill riskfri utlåning med bara en procents kapitaltäckning, en miljard kronor i ökade fastighetskrediter krävde bara 10 miljoner i eget kapital.

4) Bankmässiga säkerheter fanns i tillräcklig mängd och bedömningen av företagens återbetalningsförmåga gav inga alarmerande signaler, snarast var intrycket att säkerhetsmarginalerna var vida. Det gällde till exempel fastighetsbolagens dolda reserver i form av övervärden som även vid en mycket konservativ värdering verkade mycket gedigna.

5) Den interna kontrollen ändrade inte på bilden av att allt verkade vara i sin ordning.

Och kanske viktigast av allt, 6) 1980-talets företagskultur i bankerna präglades inte längre av gamla tiders försiktighet. Framför allt saknades en riskkultur vad gäller kreditportföljens struktur och tillväxt som skulle ha kunnat förstärka de svaga signaler om att inte allt stod rätt till som trots allt fanns. Och det är själva kärnan i förklaringen till varför det gick som det gick. Ett banksystem *utan riskkultur* i denna mening kan inte hejda att en stark kreditefterfrågan tillgodoses om alla interna normer för vad som är tillåtet är uppfyllda.

Vem bär ansvaret?

Det finns när det gäller den svenska bankkrisen anledning att skilja mellan systemansvar och operativt ansvar – och ansvaret måste bäras av dem som utformade systemet skriver Lars Wohlin i sin analys av bankkrisens upprinnelse.³⁸ Och det råder inte någon tvekan om att bankkrisen var en systemkris.³⁹ Ett bevis för det var att de tre bankgrupperna i stort sett hade lika stora kreditförluster i förhållande till sin utlåning under de mest kritiska åren, 1990–93. Detta framgår av tabell 2. Att det inom respektive bankgrupp fanns stora skillnader mellan olika banker är en helt annan sak. Den dis-

TABELL 2. Kreditförluster inom olika bankgrupper. Samtliga bankers kreditförluster 1990-93 i procent av den samlade utlåningen ultimo 1990.

	KREDITFÖRLUSTER 1990-93 I % AV UTLÅNINGEN
Affärsbanksgruppen	17,0
Sparbanksgruppen	17,4
Föreningsbanksgruppen	16,6

Källa: Bankkriskommittén (Wallander, 1994).

kussionen tar jag inte upp i det här sammanhanget, det har jag själv gjort i andra sammanhang (Pettersson, 1993a) och det har gjorts av andra (se till exempel Wallander, 1994).

Ett annat bevis på att det handlade om en systemkris var att det samtidigt utvecklades bankkriser också i vår närmaste omvärld. Ingen enskild region i västvärlden hade i själva verket i början av 1990-talet ett finansiellt system så skakat som det i Norden. Sverige, Norge, Danmark och Finland – i den rangordningen om omfattningen mäts i miljarder kronor – hade till exempel 1991 kreditförluster på cirka 80 miljarder kronor (varav Sverige svarade för 36 miljarder kronor). Det motsvarade 2-3 procent av dessa länders samlade BNP.

Att den nordiska bankkrisen var en systemkris är uppenbart. Likhetererna i *omfattning*, särskilt i början av 1990-talet, mellan de fyra ländernas bankkriser är påtagliga. Alla hade 1991 högre kreditförluster än någon gång under de gångna tio åren med som lägst strax under 2 procent av utlåningen (Finland) och som högst drygt 5 procent (Norge). Likhetererna i bankkrisernas *förlopp* var också stora, särskilt mellan Sverige, Norge och Finland med drastiskt stigande kreditförluster på kort tid.⁴⁰

Systemansvaret för det finansiella systemet har politikerna och Riksbanken. Tillsynsmyndigheten är ett gränsfall. Å ena sidan är dess roll att kontrollera att bankerna följer lagar, bestämmelser och god praxis – och det är i sig inget systemansvar. Å andra sidan är det ostridigt att Bankinspektionen under överhettningssären var den enda myndighet som hade tillgång till den samlade informationen om den svenska organiserade kreditmarknadens utveckling, den

information som rätt använd sannolikt skulle ha kunnat användas för att bromsa krediteufoin i slutet av 1980-talet. I den meningen kan man säga att också Bankinspektionen har ett systemansvar.

Bankerna har det operativa ansvaret för vad som skedde – och även om det med det här synsättet aldrig kan formuleras som ett ansvar för bankkrisen, fanns det som vi har sett brister i bankernas sätt att arbeta som med säkerhet fördjupade och förvärrade krisen.

I kort sammanfattning skulle jag vilja formulera ansvaret för att Sverige fick en bankkris i början av 1980-talet på följande sätt:

Ansvar för bankkrisen (systemansvaret)

POLITIKERNAS ANSVAR

Det är lätt att konstatera att ränte- och utlåningsavregleringarna i Sverige kom sent jämfört med andra länder.⁴¹ Om jämförelsen görs med andra OECD-länder framstår i själva verket Sverige (tillsammans med Norge) som en ytterlighet i avregleringstrenden genom att längst av alla hålla kvar en pris- och volymreglering av bankmarknaden.⁴² Det är befogat att tala om en svensk senfärdighet i avregleringen.

Idépolitiskt ligger ett tungt ansvar för att det blev på det sättet på de svenska politikerna, och i synnerhet på socialdemokratin. Sverige dröjde uppenbarligen med avvecklingen av bankregleringarna av ideologiska skäl. Kjell-Olof Feldt för ett resonemang i sin bok *Alla dessa dagar* som kan sägas bekräfta den slutsatsen. Han beskriver hur han i en föredragning för och diskussion med Olof Palme inför borttagandet av utlåningstaket hösten 1985 förklarar varför det inte bara var ekonomiskt rationellt att ta bort volymregleringen »... utan också varför det skulle kunna tolkas som det slutliga steget i en ideologisk reträtt«.⁴³

När ränte- och utlåningsavregleringarna väl genomfördes 1985 var det ett beslut under galgen i den meningen att regleringarna inte bara hade tömt ut sin kraft utan också verkade kontraproduktivt på de finansiella marknaderna, i sista hand på landets tillväxt. Det gjorde att tidpunkten för avregleringen kom att bli fel, mitt uppe i en av de mest tydliga och långdragna högkonjunkturer som Sverige har haft under de senaste decennierna.⁴⁴

Mera konkret var det fyra politiskt styrda omständigheter som

lade grunden för bankkrisen. Deras betydelse, i synnerhet när vi inser att de samverkar och förstärker varandra, kan inte egentligen nog betonas. Det är berättigat att tala om bankkrisens fyra hörnstenar.

1. Det var genom politiska beslut som vi hade fått *ett lånedrivande skattesystem*. Det var ekonomiskt fördelaktigt, främst för privatpersoner, att genom ökade lån blåsa upp den egna balansräkningen. Skattesystemet blev en enorm drivkraft mot kreditexpansion efter det att utlåningstaket hade lyfts bort. Den kraften underskattades av allt att döma av politikerna, vilket flera av de politiska huvudaktörerna har bekräftat (Feldt, 1991, Carlsson, 2003).
2. Det hade under lång tid förts en sådan politik att *höga inflationsförväntningar* kom att bli en viktig del i förutsättningarna för alla ekonomiska beslut, inte minst under 1980-talet då Sverige hade en inflationsutveckling som regelmässigt låg över alla länder vi normalt jämförde oss med när det gäller inflationstakten (de nordiska länderna, Västtyskland, Storbritannien etc.) och nästan i nivå med vissa Medelhavsländer. Det är ingen tvekan om att de svenska bankledningarna, liksom alla företagsledningar, under överhettningssären förutsatte en fortsatt hög inflationsutveckling. Detta låg till exempel bakom villigheten att acceptera högre belåningsgrader.
3. Politikerna var ansvariga för att Sverige under 1980-talet hade mycket *stora finansiella obalanser*, bland annat stora budget- och bytesbalansunderskott. De finansiella obalanserna ledde till att det fanns mycket pengar i omlopp i samhällsekonomin, det var ingen tillfällighet att den finansiella sektorn under perioden 1985-90 växte snabbare i Sverige än i andra OECD-länder. Det påverkade räntorna både till nivå och volatilitet (fluktuation) och inte minst pressades inflationen upp.
4. Det var politikerna som hade ansvaret för att *den svenska samhällsekonomin under 1980-talets andra hälft blev extremt överhettad*. När det under 1986 stod klart att kreditexpansionen inte kunde hejdas med penningpolitiska medel återstod en finanspolitisk åtstramning. Insikten om behovet av en finanspolitisk åtstramning fanns inte förmågan att verkligen åstadkomma den.

Dessa bankkrisens fyra hörnstenar var således inte några politiska tillfälligheter. De kunde ses som reminiscenser av den svenska välfärdsstatsmodellen, den modell som under några decennier hade givit Sverige en hög relativtillväxt och framgångsaura men vars strukturella förutsättningar, det vet vi i dag, hade börjat krackelera redan i mitten av 1960-talet och som under 1970-talet hade tömt ut sin dynamik och snarare verkade hämmande på tillväxten. I den praktiska politiken tvingades modellens bärare, socialdemokratin, till ständiga anpassningar. Ideologiskt tog det emellertid lång tid att komma fram till en omprövning och det förklarar ibland senfärdigheten och den felaktiga timingen i det politiska reformarbetet. Det svenska skattesystemet under 1980-talet, de fortsatt hårt reglerade marknaderna på bland annat bankområdet, den höga löneinflationen, de stora budget- och bytesbalansunderskotten var, inte helt men till viss del, ett uttryck för den svenska välfärdsstatsmodellen, i sin tur till stor del idémässigt grundad på socialdemokratiens efterkrigsprogram. Tänk, den politiskt orealistiska, tanken att omläggningen av skattesystemet skulle ha kommit *före* avregleringen som i sin tur skulle ha gjorts i en lågkonjunktur, hade vi då fått en finansiell kris? Det är knappast troligt.

Det finns också *ett mera operativt politiskt ansvar*. Det hade varit naturligt om Bankinspektionen hade fått ökade resurser och befogenheter i samband med avregleringarna 1985. Det kom inte att ske och kan inte kritiseras av samma skäl som gäller för många andra underlåtenhetssynder från det finansiella systemets aktörer under de här åren – ingen förstod riskerna med avregleringen. Det är svårare att inte kritisera regeringen eftersom en statlig utredning, Kreditmarknadskommittén, i sin slutrapport 1988 (SOU 1988:23) föreslog en stark ökning av Bankinspektionens resurser och ändå ingenting avgörande hände.

Bankinspektionens dilemma, i varje fall under 1980-talet, var att man på bredden i organisationen saknade den riktigt kvalificerade kompetensen. Man hade inte råd att betala de höga löner som spetskompetens från bankerna och andra finansiella företag skulle ha krävt utan fick nöja sig med »second best«. Man hade också få, om ens någon, medarbetare med kvalificerat akademiskt kunnande vilket onekligen skulle ha behövts. Allt bidrog till att Bankinspektio-

nen i det finansiella systemets ögon framstod som en byråkrati – som regeluttolkare och blankettprocessare – men som sådan kraftfull. Det fick också en annan konsekvens. Bankinspektionen var inte en dialogpartner med bankerna. Bankledningarna gick dit för att man var kallad eller för att man hade ett konkret förslag som antingen fick godkänt eller avslag. Om beskedet blev nej fanns det så gott som aldrig något utrymme för argument och åsiktsutbyte i sak.

Med facit i hand blev också generaldirektörsbytet 1986 fel. Den nye generaldirektören, Hans Löwbeer, var när han tillträdde en erfaren, beslutskraftig statstjänsteman men utan någon som helst erfarenhet på det finansiella området. Hans Löwbeers insats som generaldirektör på inspektionen har kommit att kritiseras av många i starka ordalag. Men ändå blir den kritiken felriktad. Det är Finansdepartementet, i sista hand regeringen, som ska kritiseras för sin utnämningsspolitik. Bakgrunden är samtidigt densamma som för många andra misstag som gjordes under de här åren. Finansministern insåg inte, lika lite som någon annan, att avregleringarna hade skapat en helt ny situation där det inte räckte att gå i invanda banor. För hade han gjort det, då skulle tillsynsmyndigheten ha fått mera resurser, senast vid vårbudgeten 1986, och generaldirektör skulle ha blivit en helt annan person. Jag ska mera utförligt återkomma till Bankinspektionens roll.

RIKSBANKENS ANSVAR

Den empiriska litteraturen är inte entydig men en huvudlinje tycks vara att en hög tillväxt i kreditvolymen under kort tid är en av förutsättningarna för att en bankkras ska inträffa.⁴⁵ En sådan kreditexpansion är däremot sällan i sig *orsak* till krisen. Det finns flera exempel på länder som under några år haft en mycket snabb ökning av kreditvolymen utan att det resulterat i en efterföljande kris i banksystemet. Det som däremot tycks gälla för alla bankkriser är – när de makroekonomiska förutsättningarna är de rätta (gott om pengar i ekonomin, inflationsförväntningar, överhettning) – att en ökad kreditgivning medverkar till att priserna på en viktig tillgångsmarknad stiger kraftigt på kort tid (som för järnvägsobligationer under 1860-talet, aktier under 1910-talet och kommersiella fastigheter under 1980-talet). Lite längre fram i det skeendet kan en enstaka händelse,

ibland en makroekonomisk chock, ibland en specifik händelse (som Nyckeln-konkursen), utlösa ett prisfall på den aktuella tillgången som i nästa steg leder till en bankkras. Det tycks med andra ord som om den myndighet som ansvarar för det finansiella systemet, och det ansvaret har Riksbanken i Sverige, måste ha kontroll över 1) kreditexpansionstakten, 2) inflationen och inflationsförväntningarna och 3) prisutvecklingen på tillgångsmarknaderna, och i synnerhet på tillgångar där kredit är en förutsättning för att marknaden ska fungera effektivt. Framför allt får inte en snabb kreditillväxt, höga inflationsförväntningar och snabbt stigande tillgångspriser inträffa samtidigt – och definitivt inte i en högkonjunktur.

Detta sätter fingret på Riksbankens ansvar för den svenska 1990-talskrisen.

Riksbanken underskattade den kreditefterfrågan som skapades efter 1985 och allvarligast, *överskattade sin förmåga att hålla kreditutbudet i schack* med penningpolitiska medel. Den fasta växelkursnormen gjorde det i praktiken omöjligt att använda en hög räntenivå för att dämpa kreditefterfrågan. Mot det kan man säga att om den möjligheten funnits, hade det inte hjälpt. De nominella utlåningsräntorna var mycket höga, kring 15 procent för en bostadskredit, och några ytterligare procentenheters låneränta hade med det skattesystem som gällde, och i den euforiska stämning som rådde, knappast bromsat kreditvolymerna till hushållen mer än marginellt. Och på den i sammanhanget kritiska kommersiella fastighetsmarknaden grasserade efter 1987 rena Klondyke-stämningen, delvis baserad på gynnsamma fundamenta (bland annat fortsatt reala hyreshöjningar), delvis på en groende spekulationsvåg. En stramare penningpolitik skulle på det stadiet knappast ha gjort någon stor skillnad.

För utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden hade däremot sannolikt en annan missbedömning stor betydelse. Riksbanken lät *valutaregleringen finnas kvar under alltför lång tid efter 1985* och bidrog därmed till att överhettningen av samhällsekonomi förvärrades. För vad som hände var att privatpersoner och företag av valutaregleringen låstes in i Sverige med sin förhöjda investeringsvilja. Det gällde inte minst för fastighetsbolag och andra som ville göra investeringar på fastighetsmarknaden. Med valutaregleringslocket på i Sverige steg fastighetspriserna ganska säkert mera

än vad de annars skulle ha gjort. Överhettningen på byggmarknaden blev lika säkert extra stor. Att avvecklingen av försäkringsbolagens placeringsplikt följde parallellt med bankregleringarna gjorde inte saken bättre. Tvärtom – det bidrog till att stora placeringsbe-
lopp frigjordes och i praktiken fann vägen till den svenska fastighetsmarknaden.⁴⁶ Försäkringsbolagens placeringar i fastigheter var under åren 1985–1989 mycket stora.

Präglad av hushållens låneeufori 1986 och i början av 1987 gjorde Riksbanken på hösten 1987 vissa försök att reglera fram en återhållsamhet på den delen av kreditmarknaden. Det träffades en så kallad frivillig överenskommelse med kreditinstituten om att alla krediter måste ha klara, tidsbestämda amorteringsplaner. Men det var ett trubbigt instrument utan verklig genomslagskraft. Överenskommelsen upphörde också att gälla i mars 1988, bara något halvår efter det att den hade träffats. Det hörde för övrigt till bilden att det då inte längre var hushållen utan företagen som visade den snabbaste kreditexpansionen.

Riksbanken hade uppenbarligen gravt underskattat styrkan i kreditefterfrågan. Den lät sig inte kontrolleras av penningpolitiken som det tycks som om Riksbanksledningen till en början hade trott, det måste till finanspolitiska åtgärder. Det handlade avgjort om en felbedömning.⁴⁷ Eller som Kjell-Olof Feldt, en aning förorättad uttrycker det när han beskriver relationen till dåvarande riksbankschefen, Bengt Dennis, sett i sitt eget, finansministerns, perspektiv: »Riksbankschefen, som lovat mig att hålla bankerna i Herrans tukt och förmaning, vände nu på klacken och började först vädja, sedan offentligt kräva att finanspolitiken skulle skärpas för att motverka kreditexpansionen.«⁴⁸

Riksbanken hade *inte kontroll över inflationen*. Även om ansvaret för den höga svenska relativinflationen under 1980-talet måste delas med andra, regeringen som inte maktade med en stramare finanspolitik och arbetsmarknadens parter som regelmässigt vid den här tiden förhandlade fram för höga löner relativt den svenska produktivitetsutvecklingen, är det bara att konstatera att under överhettningensåren var inflationen och inflationsförväntningarna i Sverige på nivån kring 10 procent – och därmed högre än i de flesta andra OECD-länder.

En kommentar om Riksbankens ansvar på den här punkten är viktig. Det brukar ibland sägas att den snabbt stigande realräntan efter 1991 orsakade de dramatiska prisfallen på fastighetsmarknaden och därmed indirekt bankkrisen. Det är en förenklad, ja direkt felaktig bild. När realräntorna började stiga på allvar 1992 och under korta perioder översteg 10 procent sjönk givetvis priserna på tillgångsmarknaderna. Men vid den tidpunkten var prisfallet sedan länge utlöst. I själva verket hade prisökningarna på kommersiella fastigheter börjat stagnera redan under 1989 och fortsatte under 1990. Från och med 1990 var prisfallet på t. ex. kommersiella fastigheter i A+-lägen på Göteborgsmarknaden dramatiskt, och med en viss fördröjning gällde det också på Stockholmsmarknaden (se figur 2) – och dessa prisfall skedde under samma period som realräntorna var i *sjunkande*.

När finansbolagen hösten 1990 ställde in betalningarna blev, som jag har visat, den kommersiella fastighetsmarknaden i praktiken illikvid, de som måste sälja kunde inte göra det eftersom kredit saknades, och därmed kom i nästa steg de mest utsatta fastighetsbolagen i kris och strax därefter bankerna. Nordbanken var först ut bland bankerna. Redan i november aviserades kraftigt växande förluster för verksamhetsåret 1990 och vd tvingades avgå strax före årsskiftet. Under våren 1991 kom andra banker med stora förlustreserveringar och därmed de första tecknen på att en bankkris kunde vara i antågande.

Bankkrisen fördjupades visserligen genom »realräntechocken« eftersom bankerna, allt annat lika, tvingades sätta lägre värden på sina krediter till fastigheter i boksluten för 1991 och åren närmast därefter. Men det var inte snabbt stigande realräntor som utlöste bankkrisen, än mindre orsakade den. Det var i stället att det redan från hösten 1990 saknades kredit för affärer på de extremt höga prisnivåer som gällt och för de aktörer som behövde sälja för att klara sin likviditet. Det var snarare de höga *nominella* räntorna som var bekymret för fastighetsbolagen vid den här tiden, det gällde även för de välkonsoliderade och seriösa företagen. Det gick inte att få kalkylen att gå ihop för en ny fastighetsaffär, driftsnettot efter avskrivningar och skatt räckte inte för att täcka de höga räntekostnaderna, något som bankerna efter 1990 steg för steg blev alltmer

angelägna om för att ge kredit. Och i den mån det blev en affär gjordes den, logiskt nog, på väsentligt lägre prisnivåer än tidigare.

Man skulle kunna säga att Riksbanken hade ett ansvar eftersom de nominella svenska räntorna tvingades upp när tilltron till den svenska valutan på allvar började erodera i början av 1990-talet. Den fasta växelkursregimen, en institution som vi i Sverige hade haft under så gott som hela 1900-talet (efter maj 1981 var den svenska kronan kopplad till ecun), framstår således som »ansvarig«. Å andra sidan kan man förmodligen hävda att med en flytande växelkurs redan från mitten av 1980-talet som, teoretiskt men knappast politiskt, hade varit ett alternativ (jfr Wohlin, 1998), hade kanske inte den svenska inflationen kommit ned på de, relativt sett, låga nivåer som faktiskt kom att gälla från och med 1992. Och ingenting kunde i slutet av 1980-talet vara viktigare än inflationsbekämpningen. Det tycks som om Riksbanken under de här åren hade att segla mellan Scylla och Charybdis och hur man än hanterade den seglatsen skulle den svenska ekonomin komma att påverkas – och seglingen kunna kritiseras för felaktig navigering.

Vi bör kunna utgå från att Riksbanken under 1980-talet inte löpan- de följde de svenska *tillgångsmarknadernas prisutveckling* på det sätt som man i dag gör. Hade man gjort det hade den kommersiella fastighetsmarknadens priseufori snabbt kommit i fokus och det hade varit naturligt att Riksbanken, tillsammans med Bankinspektionen, hade gjort bankerna uppmärksamma på vad som höll på att ske i det finansiella systemet.

Till dessa punkter kan man lägga en annan kritik mot Riksbanken.

Det tycks för en utomstående som om Riksbankens ledande tjänstemän, och det gäller särskilt berörda riksbankschefer, gentemot politikerna inte var särskilt pådrivande mot avreglering under de år i slutet av 1970-talet och under tidigt 1980-tal, då flertalet andra västländer de facto avvecklade ränte- och volymregleringarna på bankområdet. Det förekom inte någon mer omfattande kritik mot bankregleringarna i Sverige före 1982, inte heller från borgerligt håll.⁴⁹ Det var egentligen först den Kreditpolitiska utredningens expertrapporter under 1981 och slutbetänkandet 1982 (SOU 1982:52) som visade på att regleringarna hade överlevt sig själva.

Utredningens avregleringsförslag var emellertid inte oemotsagt. Lars Wohlin, chef för Riksbanken 1979–1982, ekonom och före detta statssekreterare i en borgerlig regering, förespråkade i en kommentar till utredningen en fortsatt reglering av bankerna, i varje fall inte en lika långtgående avreglering som den som Kreditpolitiska utredningen hade föreslagit. »Jag delar inte utredningens uppfattning att Riksbanken ska avhändas alla möjligheter att styra bankernas utlåning.«⁵⁰

BANKINSPEKTIONENS ROLL

Bankerna lämnade, det har jag redan nämnt, under 1980-talet regelbundet uppgifter till Bankinspektionen om kreditportföljens storlek och struktur. Det gällde också uppgifter om olika typer av säkerheter. Myndigheten hade med andra ord i teorin de tekniska förutsättningarna för att kunna iaktta hur koncentrationen till fasttighetskrediter på ett par år efter 1987 ökade dramatiskt.⁵¹ På den grunden skulle man ha kunnat slå larm om inbyggda kreditrisker – men gjorde det inte. Med facit i hand kan vi säga att ingen åtgärd skulle ha varit effektivare för att undvika en bankkris än att dåvarande Bankinspektionen – till exempel i omedelbar anslutning till att utlåningstaket togs bort i november 1985 – hade skickat ut ett kort meddelande om att alla banker i fortsättningen för sin styrelse skulle redovisa den samlade kreditportföljens struktur och förändringar till exempel två gånger per år. Det är en gissning, men en kvalificerad gissning, att hade det gjorts skulle vi inte ha fått någon bankkris i Sverige, i varje fall inte en kris med samma bredd och djup. Att något sådant inte kom till stånd är bara ett uttryck för att tillsynsmyndigheten, lika litet som någon annan, inte förstod att det instrumentet behövdes när den tidigare inbyggda kreditransoneringen genom avregleringen hade försvunnit. Det var ett uttryck för att *tillsynsmyndigheten saknade full förståelse för hur risk uppstår i ett avreglerat banksystem*. Myndigheten saknade, precis som bankerna, riskkultur vad gäller en kreditportföljs tillväxt och struktur.

Mera allmänt är det tveksamt om Bankinspektionen vid den här tiden förstod *hur risk uppstår genom koncentration av inbördes beroende tillgångar*, till exempel krediter på en viss, geografiskt koncentrerad

marknad eller till en viss bransch. Det är samma kritik som kan riktas mot bankerna (se nedan).

Att hävda att vi i Sverige på ett mera allmänt plan vid den här tiden skulle ha haft en mindre skicklig tillsyn av bankväsendet saknar däremot grund – det är snarare motsatsen som kan kritiseras, *tillsynsmyndighetens ställning visavi bankerna var för stark*.

Det är för en svensk bankman med praktisk erfarenhet av 1980-talet svårt, närmast omöjligt, att tänka sig att Bankinspektionen vid en jämförelse med andra länders tillsynsmyndigheter skulle ha varit mindre kompetent eller kraftfull gentemot bankerna. Myndigheten leddes snarare med sådan kunskap, oväld och oräddhet att dess position hade blivit unikt stark. Bankinspektionen upplevdes under chefer som Kurt Wulf och Sten Walberg (vilka sammanräknat ledde myndigheten från 1962 till 1986) som en myndighet som med stor integritet och fasthet skötte sin uppgift – och som med säkerhet stod sig väl i jämförelse med varje annat lands motsvarande organ. Myndighetens och särskilt dess generaldirektörers makt var så stor att den ibland blev förlamande⁵² och också i vissa fall gick för långt vilket bland annat Lars-Erik Thunholm, tidigare koncernchef i SE-banken, har anfört. Ett exempel var banketikkbreven under Sten Walbergs tid, brev till bankernas ledningar där generaldirektören förde en diskussion kring vad som var rätt och fel för en bank att göra, för det mesta med utgångspunkt i ett praktikfall. De kom med tiden att bli en slags tillämpad »banklag« med stor genomslagskraft. Vi som satt i bankledningarna gjorde klokt i att noga studera vad generaldirektören hade skrivit och anpassa oss därefter. Bankernas jurister satte emellertid stora frågetecken i kanten för dessa brevs rättsliga verkan.

Det låg ganska säkert en fara i det svenska arbetssättet. En tillsynsmyndighet som inte ger stor frihetsgrad för bankerna medverkar till en företagskultur som blir mindre tänkande och prövande.⁵³

Två ytterligare kommentarer kring tillsynsmyndighetens ansvar.

När det gäller en banks *belåning av fastigheter* är det förhållandevis lätt att konstatera att vi i Sverige under lång tid hade en liberal syn på hur långt en bank kunde sträcka sig. En belåning upp till 75–85 procent av fastighetens uppskattade värde, som var huvudregeln i Sveri-

ge i slutet av 1980-talet, var högre än vad som normalt gällde i till exempel engelska banker. Variationerna i belåningsgrad avspeglade samtidigt olika erfarenheter. Detta kom bland annat till ytan vid diskussionerna i slutet av 1980-talet i den så kallade Cooke-kommittén som utarbetade nya kapitaltäckningsregler för bankerna. Kapitaltäckningsreglerna speglade i grunden synen på vilka risker man kunde förknippa med olika typer av krediter och säkerheter. Diskussionerna återges i kapitaltäckningspropositionens text på följande sätt: »Vissa länder som exempelvis England och USA har upplevt kriser på bostadsmarknaden med kraftigt fallande priser som följd vilket orsakat förluster för bankerna. Sådana länder har inte velat acceptera någon reduktion av kapitalkravet för sådana krediter.«⁵⁴ Underförstått i citatet ligger att om inte andra länder hade tyckt annorlunda, borde kapitaltäckningen för fastighetskrediter ha kunnat vara *lägre*. Bankinspektionen, liksom Finansdepartementet som ansvarigt departement, kände sig uppenbarligen intvingade i ett regelsystem som betraktade fastighetsbelåning – och detta oavsett vilken typ av fastighet det var fråga om – som mera riskfylld än vad vi i Sverige hade erfarenhet av. En relativt hög svensk fastighetsbelåningsgrad var bara ett annat uttryck för samma sak.

Enhandsengagemangsgåränsen, den övre gränsen för hur stor kredit som kan lämnas till en låntagare, bestämdes vid den här tiden av storleken på bankens egna kapital. Inspektionens rekommendation, och därmed bankpraxis, var att ett och samma företag – eller snarare alla de kreditengagemang där gäldenären inte nödvändigtvis formellt men i praktiken kunde betraktas som en och samma juridiska person – fick ges lån upp till högst 15 procent av det egna kapitalet inklusive reserver. Hade en bank – som till exempel GOTA hade vid utgången av 1991 – cirka 6 miljarder kronor i eget kapital och reserver blev således enhandsengagemangsgåränsen vid en mekanisk beräkning cirka 900 miljoner kronor. Men praxis var att de delar av ett engagemang som fullt ut var säkerställda med A-säkerheter kunde avräknas.⁵⁵ Praxis var också att när en övre gräns för ett engagemang hade nåtts togs underhandskontakt med inspektionen och tillsammans resonerade berörda tjänstemän sig fram till ett acceptabelt upplägg.

Det mesta tyder på att Sverige i tillåtet enhandsengagemang under 1980-talet snarare låg på den försiktigare än den mer generösa delen, om en rangordningslista skulle ha gjorts upp mellan Sverige, Norge, Västtyskland och England.⁵⁶

Det är samtidigt ett konstaterande grundat på de formella riktlinjer som fanns. Den praktiska tillämpningen är det som räknas och på den punkten kan vi inte med säkerhet uttala oss. På en punkt finns det som bankman anledning att vara självkritisk. Samlimitering, alltså att alla krediter till en och samma låntagare betraktas som *en* kredit, gjordes sannolikt i alla banker – och på så sätt kunde enhandsengagemangsgränsen bedömas. Det är mera tveksamt om samlimitering av alla krediter till olika företag inom en och samma koncern alltid gjordes. När Nordbankens nya ledning våren 1991 samkörde Pensersfärens alla krediter i banken omfattade de 11,5 miljarder kronor, motsvarande nästan hela Nordbankens kapitalbas och därmed långt vid sidan av tillsynsmyndigheten, gränser för krediter på en hand. Det hörde till bilden att Erik Penser vid den tiden var Nordbankens största privata aktieägare.⁵⁷

Bankinspektionen blev under 1990-talets första år i takt med att krisens omfattning stod klar mycket hårt kritiserad för underlåtenhets-synder av diverse slag, i massmediedebatten närmast hudflängd.⁵⁸ Också Bankkriskommittén var måttfullt kritisk. Kommitténs ordförande, Jan Wallander, ansåg att tillsynsmyndigheten under de kritiska åren i slutet av 1980-talet kommit att syssla med fel saker, i alltför hög grad varit styrd av problem som uppmärksammades i massmedierna och i den politiska debatten.⁵⁹ Det i sin tur kunde förklaras med att myndigheten av politikerna hade getts mycket övergripande och oklara mål. Också Riksrevisionsverket drog slutsatsen att verksamhetens mål varit för vaga (RRV 1994:15).

Det är möjligt att myndighetens mål skulle ha kunnat vara tydligare. Men det är samtidigt osannolikt att det under 1980-talets andra hälft skulle ha gjort särskilt stor skillnad. Den grundläggande förutsättningen – en förståelse för hur kreditrisker byggs upp i en portfölj – saknades vid den här tiden i myndigheten – liksom den av allt att döma saknades i Riksbanken, Finansdepartementet och bankerna.

Bankernas roll (det operativa ansvaret)

Det operativa ansvaret för vad som skedde före, under och efter bankkrisen har bankerna. Låt oss börja granskningen av vad det kan innebära med att ställa två frågor:

Hade vi sämre bankmanagement i Sverige än i andra länder? Det skulle kunna tänkas att en mångårig mismanagement skulle ha kunnat placera svenska banker i en svag position som värker ut i en bankkris när lågkonjunktur och avmattning sätter in. Men det går inte att påvisa. Den relativa lönsamheten i svenska banker under 1980-talet hade varit hög, det har jag redan antytt. Och omdömen om svenska banker av utomstående iakttagare var regelmässigt under 1980-talet mycket positiva. Edward Gardener som land för land granskat de västeuropeiska banksystemen skrev så sent som 1990 att »... the Swedish financial system is one of the most sophisticated in the world«. ⁶⁰ Och i mitten av 1980-talet ansågs svensk »retail banking« ligga i den verkliga frontlinjen, inte bara när europeiska banker ställdes sida vid sida, utan också när USA, Kanada och Japan var med i jämförelsen. Bland tio OECD-länder ansågs Sverige ha det mest avancerade bankväsendet. ⁶¹

Hade Sverige ett sämre konsoliderat bankväsende? Om svenska banker hade varit sämre konsoliderade, alltså haft en lägre andel eget kapital, än banker i andra länder när bankkrisen drog igång, så skulle det kunna vara en förklaring till de relativt stora svårigheterna när väl krisen inletts. Det är inte heller en hypotes som håller. Om vi hade valt 1987 som jämförelseår, främst för att också få med Norge innan den norska bankkrisen hade gått för långt, framstod svenska bankers konsolidering (5,35 procent) som väl så god som tyska bankers (3,07 procent) och i nivå med engelska bankers (6,18 procent). Det vi däremot kunde konstatera var att norska bankers soliditet (2,82 procent) var förhållandevis låg redan när bankkrisen där började. Det döljer säkerligen en delförklaring till varför norska staten efter några års bankkris ägde den helt dominerande delen av norskt bankväsende.

När dessa två tänkbara påverkansfaktorer undanröjts, vad kan då sägas om bankernas ansvar för bankkrisen?

Finansekonomin har under de senaste decennierna gjort oss uppmärksamma på sambandet mellan avkastning och risk. Jag hävdar att bankerna före 1991 egentligen inte förstod det sambandet. Bankernas fokusering var vid den här tiden nästan uteslutande på avkastning och lönsamhet.⁶² Det fick bland annat till följd att *risk inte vägdes in i strategiska beslut*. För hade det gjorts skulle till exempel inte vissa strukturbeslut som uppenbarligen höjde risknivån ha tagits. Att som dåvarande PK-banken gjorde under några år i slutet av 1980-talet förvärva Carnegie Fondkommission, Sveriges Investeringsbank och (Norra) Nordbanken, var grundat på vad vi i dag vet liktydigt med att på relativt kort tid höja risknivån i den nya koncernen högst avsevärt. Eller att som Sparbanken Väst 1987 etablera ett bankkontor på Göteborgsmarknaden, som fick växa snabbt och i praktiken bli en slags nischbank för fastighetskrediter, var i ett riskperspektiv strategiskt fel tänkt. Det blev den kanske, relativt sett, mest kostsamma strategiska satsning som någon svensk bank har gjort. Och det fanns också i andra banker gott om strategiska felbeslut sett i ett riskperspektiv.

Ett annat strategiskt missgrepp, sannolikt det totalt sett mest kostsamma mätt i kreditförluster, som så gott som alla stora banker gjorde var att finansiera finansbolagens snabbt expanderande utlåning på fastighetsmarknaden. Det var inte bara de egna finansbolagen som fick sin finansiering ordnad via bankerna utan också de ägarmässigt fristående, och oftast mer riskbenägna, finansbolagen (Nyckeln, Obligentia, Gamlestaden m. fl.). Finansieringen skedde antingen genom att bankerna köpte eller garanterade finansbolagens marknadsbevisprogram, eller genom reversutlåning. Även i de fall där man fick »fullgoda säkerheter« förvarades dessa i depå utan att bankerna ägnade särskilt stor uppmärksamhet åt pantens kvalitet.⁶³

(En del av ansvaret för att bankerna kom att involveras så djupt i också de icke-bankägda finansbolagens finansiering faller på Bankinspektionen. När den akuta finansbolagskrisen inleddes hösten 1990 och bolagens finansiering på penningmarknaden i praktiken hade försvunnit, tryckte Bankinspektionen på för att bankerna

skulle ta över finansieringen.⁶⁴ Frågan är om man hade gjort det om man redan vid den här tiden rätt hade förstått krisens omfattning och att de svenska bankernas överlevnad faktiskt stod på spel.)

Vad var det då för grundläggande misstag som bankerna gjorde? Ja, eftersom *det saknades en kredit[portfölj]riskkultur* tänktes inte det otänkbara, till exempel att vi nästan i ett slag efter september 1990 skulle få en delvis helt illikvid marknad och dramatiskt sjunkande priser för affärs- och kontorsfastigheter. Och att bankerna i praktiken skulle komma att tvingas ta över många stora, välkända och välkonsoliderade finansbolags kreditportföljer var lika otänkbart.

Mera allmänt kan man uttrycka det så att bankerna under överhettningssären *inte förstod hur risk ackumuleras genom koncentration* och det fick olyckliga konsekvenser. Det ledde till för stor exponering på en låntagare (i synnerhet genom det vi just berört, att högre liggande risker inte så sällan hade tagits av ett finansbolag som banken i sin tur hade refinansierat), på en bransch (kommersiella fastigheter), på en ort (Stockholm eller Göteborg eller båda), på en viss kategori låntagare etc.

Att bankerna inte förstod riskens förutsättningar i en avreglerad bankmarknad fick också till följd att det på det hela taget *saknades effektiva system för att följa förändringarna i hela kreditportföljen* under överhettningssären i slutet av 1980-talet – och därmed saknades den grundläggande förutsättningen för att kunna uppfatta vad som var på gång.

En sak glöms emellertid ofta bort i det sammanhanget. Förändringarna i priserna på den kommersiella fastighetsmarknaden gick oerhört snabbt. På bara en månad eller två, särskilt under 1988 och 1989, kunde kvadratmeterpriset för en välbelägen Stockholms- eller Göteborgsaffärsfastighet stiga med 5 000 kronor. På ett år kunde prisökningen vara 10 000 eller till och med 20 000 kronor för samma fastighet (se figur 2). De informationssystem som skulle kunna ha hjälpt till att i tid fånga upp dessa prisförändringar, och dess konsekvenser för kreditgivningen och dess risker, fanns inte i bankerna och därmed fanns inte heller möjligheten för bankledning och styrelser att med någon rimlig grad av aktualitet se kreditportföljen som helhet. Än mindre fanns system för portföljanalys i teoretisk mening.

Bankerna gjorde därutöver då och då *misstag i den operativa verksamheten*. Det gjordes säkerligen under den hektiska lånekarusellen i vissa fall missbedömningar i affärsbesluten som inte skulle ha gjorts under lugnare förhållanden. Det fanns lika säkert flera formella brister i handläggningen av enskilda krediter än normalt, och ibland fungerade kanske inte den interna kontrollen som den borde bland annat eftersom den inte var van vid den avreglerade marknadens högre förändringstakt och krav.

Däremot är det enligt min mening svårt att finna belägg för att kredithanteringen och uppföljningen av kreditengagemangen i de svenska bankerna mera *allmänt* kännetecknades av stora brister – och än svårare blir det som vi redan konstaterat att finna belägg för att verksamheten i bankerna till nämnvärd del var berörd av ekonomisk brottslighet (som massmedierna under krisen då och då antydde). Det mesta tyder på att ordning och reda-frågorna, även inräknat den ekonomiska brottslighet som faktiskt fanns, bara svarar för en bråkdel av de kreditförluster som bankerna drabbades av under krisåren i början av 1990-talet.

Ett tillägg är viktigt. Vi vet i dag att ett relativt fåtal förlustengagemang i de flesta banker bar ansvaret för den helt övervägande delen av kreditförlusterna. Enligt Bankkriskommitténs beräkningar var något över hälften av storbankernas samlade kreditförluster för åren 1992 och 1993 att hänföra till förluster större än 50 miljoner kronor. »Antalsmässigt rör det sig i Handelsbankens fall om 42 stycken, för SE-banken är motsvarande siffra 45. I båda fallen en försvinnande liten del av hela antalet förluster.«⁶⁵ Vi vet att samma mönster gällde i de mellanstora bankerna GOTA och Första Sparbanken. Det var med andra ord stora kundföretag med stora kreditengagemang som vållade de stora kreditförlusterna. Det är sannolikt att många av dessa var »huvudkontorskrediter«, det vill säga de hade beretts och beviljats vid någon central affärsenhet vid bankens huvudkontor, ironiskt nog ofta med de mest erfarna och kompetenta banktjänstemännen som ansvariga. Det var dessutom krediter av sådan storlek att de allra flesta hade beslutats i bankens centralstyrelse. Det blir med den här insikten ingen tvekan om att vi som satt i bankernas ledningar också *operativt* var djupt involverade i 1990-talets svenska bankkris.

Den intressanta iakttagelsen från denna sammanfattning är hur ofta ord som »underskatta«, »inte inse«, »sakna« finns med i redogörelsen. Det är ingen tillfällighet. Iakttagelsen snuddar vid det som enligt min mening är själva kärnan i förståelsen av bankkrisen, det finansiella systemets särpräglade kultur.

Det finansiella systemets särpräglade kultur

Bankmötet, sedan decennier affärsbankernas årliga manifestation, hölls 1990 den 24 oktober. Det som sades vid bankmötet, eller snarare det som inte sades, är på många sätt tankeväckande. På dagen en månad efter »den svarta måndagen« – den 24 september 1990 – då finansbolagskrisen inleddes fanns inte bland alla dem som yttrade sig en probleminsikt som står upprätt vid en granskning mot vad vi i dag vet.⁶⁶ En stor del av tiden ägnades åt att diskutera den svenska penningmarknadens brister. Med rykten som stöd hade penningmarknaden, så gick resonemanget, satt ut finansbolagen i kylan med en likviditetskris som följd. Det påpekades från Bankinspektionens generaldirektör Anders Sahlén, att de finansbolag som hade drabbats – och det var i oktober 1990 Nyckeln, Gamlestaden, Independent – »... är mycket solida. De har betydande kreditportföljer av god standard ... det är gräddan som har råkat ut för problemerna.«⁶⁷

Det var en alltigenom felaktig analys. Penningmarknaden hade rätt, det vet vi i dag.

Det ligger ingen kritik i konstaterandet. Vi alla – alla som var verksamma på de finansiella marknaderna – var vid denna tidpunkt i oktober 1990 i princip lika okunniga och hade samma oförmåga att förstå vad som höll på att ske. Frågan ställdes till exempel om Bankinspektionens egna revisorer i finansbolagen hade slagit larm. Beskedet från Anders Sahlén var entydigt. »Några speciella förvarningar om finansbolagens försämrade situation har inte förelegat.«⁶⁸

Om allvaret i bankernas situation rådde vid den här tidpunkten, naturligt nog, en ännu större okunnighet. Ökade kreditförluster var ändå att vänta menade Anders Sahlén. »Under 1990 torde kreditförlusterna öka med nära 50 procent i banksystemet och uppgå till cirka 5 miljarder kronor.«⁶⁹ Mindre än fyra månader senare redovisade bankerna kreditförluster på mer än dubbelt så mycket, cirka 11

miljarder kronor. Det i sig är en felbedömning av viss rang. Men faktiskt sett, det vet vi i dag, hade bankerna redan inför bokslutet för 1990 reserveringsbehov som var långt högre, kanske på 100 miljarder kronor eller mera. De engagemang som skulle komma att ge de stora kreditförlusterna under 1991 och 1992 fanns redan då i kreditportföljen. Det var det emellertid ingen som insåg hösten 1990.

Inte ens aktiemarknaden förstod vad som höll på att ske med banksystemet. I själva verket dröjde det nästan ett år fram till sommaren 1991 innan aktiemarknadens aktörer insåg att Sverige hade en bankkris. Det var då bankindex släppte följsamheten till generalindex som hade varit nästan total sedan i september 1990.⁷⁰

Elementet av överraskning i den svenska finanskrisen är slående. Det går en mycket tydlig gräns mellan tiden före hösten 1990, kännetecknad av genuin tilltro till finanssektorn utan skymten av ifrågasättande och tiden därefter. Det var inte så, som vi har sett, att probleminsikten kom omedelbart. Det var en process. Den inleddes med en fas på några månader med fokus på finansbolagen. Referatet från bankmötet den 24 oktober är ett tidsdokument med förutsättningar att bli klassiskt. Processen fortsatte med att vissa högbelånade fastighetsbolag, till exempel Allhus, också fick likviditetsbekymmer. På en allt snabbare snurrande karusell fick alltfler finansiella aktörer svårt att hålla sig fast. Men alla var hösten 1990 tagna på sängen. »De flesta håller med om att den här utvecklingen har kommit som en obehaglig överraskning.«⁷¹

Denna kollektiva oförmåga att i tid se vad som var på gång är den verkligt tankeväckande observationen. När vi i efterhand tittar på hur en del siffror och figurer som beskriver överhettningssären ser ut – till exempel bilden över fastighetsmarknadsprisernas formliga explosion på Stockholms- och Göteborgsmarknaderna efter 1987 (figur 2) – framstår godtrogenheten och troskyldigheten som häpnadsväckande stor – och den kritiken faller tyngst på oss som då satt i ansvarig ställning i bankerna. För vi borde ha förstått att en flerdubbling av till exempel priserna på kommersiella fastigheter på mycket kort tid (som sedan i sin tur låg till grund för de säkerheter bankerna accepterade för den ökade kreditgivningen) innebar en drastiskt förhöjd risk i kreditportföljen. Åtminstone borde vi ha insett, kanske redan under 1988, att om priserna på fastigheter ökar

dramatiskt så finns möjligheten att de lika dramatiskt faller. Men vi gjorde inte det.

Vi godtog värderingsinstitutens beräkningar. Hade vi inte gjort det utan själva börjat räkna, så skulle vi – teoretiskt sett – ha kunnat se att många fastigheter var fundamentalt felvärderade genom att risken i direktavkastningskravet var kraftigt underskattat. Vi hade också kunnat se att känsligheten i kalkylerna var stor. De byggde till exempel på antaganden om den framtida hyresnivån och realräntan som skulle kunna ändras radikalt – och som också kom att ändras radikalt med, som vi alla vet, katastrofala följder för fastighetsmarknaden och dess kreditgivare.

Men det som i dag förefaller som en oförlätlig underlåtenhet måste värderas utifrån de förhållanden som gällde *före hösten 1990*. Och då var, som jag har påpekat många gånger, för alla kreditgivare utlåning mot säkerheter i fastigheter inom till exempel 75 procent av uppskattat värde den mest attraktiva kreditgivning man kunde tänka sig. Årtionde ut och årtionde in hade svenska banker gjort mycket små, nästan försumbara förluster på sådana fastighetskrediter. Det hade format en övertro på fastigheter som belåningsobjekt. Och framför allt hade det invagat bankerna i tron att mycket stora, systemhotande förluster på lån mot panter i fastigheter i praktiken var en omöjlighet.

Varför hade det blivit så? Varför hade vi fått en företagskultur i bankerna där denna riskinsikt saknades? Ja, det är lätt att förstå att det har något att göra med regleringarna. Ett utlåningstak fungerar exempelvis i praktiken som ett kollektivt bedövningsmedel på bankledningarna och kreditansvariga. Får det verka under tillräcklig lång tid blir de mekanismer och incitament som i en avreglerad marknad leder till kreditransonering okända och effektivt avtrubbade. Prisdifferentiering efter risk behövs inte. Det blir onödigt att sätta upp gränser för hur stor en banks totala kreditexponering på vissa branscher eller sektorer ska vara. Och viktigast, det blir svårt att upprätthålla en kreditriskkultur i bankerna eftersom en utlåningsreglering under lång tid leder till mycket låga kreditförluster. Med bara försumbara kreditförluster i banksystemet – och så hade det varit i Sverige under i stort sett hela efterkrigstiden⁷² – blir det i praktiken omöjligt att skapa en företagskultur med känsla för att

kreditförluster kan hota en banks överlevnad. Överhuvudtaget är regleringarnas konsekvenser för företagskulturen i bankerna inte tillräckligt uppmärksammade och förstådda. Vi kan vara säkra på att de är mycket negativa med mycket höga samhällsekonomiska kostnader som följd.

De oförsiktiga uttalandena under Bankmötet 1990 och bankernas omisstänksamma acceptering av att en fastighet hade det värde värderingsinstitutet bedömde att den hade, skulle kunna kallas finanssektorns närsynthet. Det skulle också kunna uttryckas som finanssektorns oförmåga att ifrågasätta den före 1990 förhärskande bilden av att mycket stora förluster på fastighetskrediter faktiskt var tänkbara. Det är väsentligt att vi inser att de två basala kreditmarknadsregleringarna, räntekontrollen och utlåningstaket, mer än något annat har ansvaret för att det blev så.

En avslutande kommentar om bankkrisens avveckling⁷³

Det är svårt att inte vara positiv till det sätt på vilket 1990-talets svenska bankkris avvecklades. Med facit i hand finns det säkerligen åtgärder i krishantering som skulle ha kunnat göras annorlunda, men givet den situation som rådde när besluten togs är det *samlade* resultatet mycket gott. Det ska då mätas framför allt i hur snabbt det svenska bankväsendet var tillbaka i »business as usual« med effektiva organisationer, fungerande kreditgivning och god lönsamhet. Och det gick förvånansvärt snabbt med tanke på krisens omfattning; redan verksamhetsåret 1995 kan man säga att de svenska bankerna hade normaliserats. Om politikerna måste bära huvudansvaret för att Sverige fick en bankkris är det å andra sidan politikerna, och det gäller både borgerliga och socialdemokratiska regeringar i början av 1990-talet, som ska ha beröm för det sätt på vilket bankkrisen avvecklades.⁷⁴

Två åtgärder var avgörande för det snabba tillfrisknandet, *den statliga garantin* för att skydda bankernas externa finansiärer och den, låt vara framtvungade, *omläggningen av valutakursregimen* hösten 1992 med bland annat snabbt sjunkande realräntor som följd. Mindre viktig i makroperspektivet men sannolikt väsentlig för att operativt genomföra de strukturella grepp som fordrades var inrättandet av en separat myndighet, *Bankstödsnämnden*. Alternativet att

bedriva arbetet från Finansdepartementet eller förstärka Finansinspektionen som skulle ha legat nära tillhands, hade troligtvis fungerat väsentligt sämre. En befintlig myndighet har en tröghet som passar illa när, som i det här fallet, kraven på snabbhet och flexibilitet är höga. Att den statliga garantin så småningom avvecklades (liksom Bankstödsnämnden), och att man nog kan säga att det varken skedde för tidigt eller för sent, tillhör också det som bidrar till det positiva omdömet om krishantering.

På en punkt kan man vara kritisk. Det tycks som om insikten att vi hade att göra med en systemkris kom alltför sent. Man kan säga att det inte var förrän sensommaren 1992 som berörda myndigheter, inklusive regeringen, agerade som om det inte bara var enskilda banker som hade problem utan hela det svenska banksystemet. Den senkomna insikten kom inte ha någon större betydelse för bankkrisens hantering. Men givet andra faktiska omständigheter (som till exempel att de svenska bankernas mycket stora, kortfristiga upplåning i utländsk valuta på allvar hade börjat ifrågasättas av de utländska placerarna, kanske redan under 1991 eller våren 1992), och givet ett grand av otur (som till exempel att också S-E-banken skulle ha hamnat i en öppen, akut överlevnadskris, vilket sannolikt var närmare verkligheten än vad som hittills framkommit), skulle problemen för det svenska finansiella systemet, och i sista hand för svensk ekonomi, ha kunnat bli långt allvarligare än vad de nu faktiskt blev. Eller sagt på annat sätt. Den svenska modellen för bankkrishantering som gått på export i kraft av det lyckade resultatet på hemmaplan hade inte så lite tur med omständigheterna under de år som den grundlades.

En ytterligare kommentar: När Finansinspektionen under 1991 och 1992 införde tydligare regler för hur bankernas övertagna fastigheter skulle redovisas och när, något senare, Bankstödsnämnden ställde krav på att bankernas säkerheter i fastigheter skulle värderas efter principen att en fastighet ska bära alla sina kostnader (vilket, som vi vet, inte gällde under direktavkastningskalkylens tid på 1980-talet), blev sannolikt konsekvensen i praktiken, allt annat lika, att bankernas reserveringar för befarade kreditförluster i boksluten ökade – och på så sätt till synes »förvärrade« bankkrisen.⁷⁵ Kurvan över kreditförlusternas fördelning över tiden blev så att säga spetsigare (jfr figur 1).

Att använda redovisningsreglerna på det sättet kan kritiseras. Och man kan hänvisa till att myndigheterna i många andra länder som drabbats av bankkriser har valt en mjukare modell som inneburit att bankerna har tillåtits ha fullt värderade krediter i portföljen trots kända, potentiellt stora, förlustrisker i engagemanget, i vissa fall så stora att bankernas existens som företag skulle ha varit hotad om en redovisningsmässigt sundare värdering hade tillämpats. Det sätt på vilket de amerikanska myndigheterna i början av 1980-talet tillät storbankerna att redovisningsmässigt hantera de nödlidande så kallade LDC-krediterna, i första hand krediter till latinamerikanska stater, brukar i litteraturen nämnas som exempel på den »mjuka« linjen.

Jag delar inte den kritiken av väsentligen två skäl. Bankkrisen var en systemkris och då är det naturligt att *systemets* tillfrisknande sätts i första rummet och de enskilda aktörernas i andra rummet. Det kan komma att innebära att de värderingsprinciper och redovisningsregler som skulle ha gällt i ett normalt läge måste sättas åt sidan för en mer försiktig ordning för att systemet så snabbt som möjligt ska börja fungera normalt. Det kan, som i fallet med den svenska bankkrisen, i praktiken komma att innebära att bankerna tvingas redovisa mycket stora kreditförluster, och stora portföljer av osäkra fordringar, tidigare än vad som skulle ha skett under mer normala förhållanden. Och det i sin tur kan komma att innebära att vissa kunder som tvingats överlämna tillgångar till banken kommer i kläm, till exempel förlorar värden som de kan tycka tillhör dem, i värsta fall blir det konkurs. Det är det pris som samhället och medborgarna får betala för att få systemet i ordning så snabbt som möjligt. Det är det första skälet.

Det andra skälet är att givet den situation som den svenska ekonomin befann sig i efter hösten 1992 med sjunkande räntor och spirande optimism i samhällsekonomin fanns det ett manöverutrymme för en politik av det här slaget. Den förhållandevis goda soliditeten i bankerna när krisen började, det fanns vid utgången av 1990 65 miljarder i bankernas kreditförlustreserver (värderegleringskonto för lån), och det faktum att bankerna under krisåren 1990-93 ökade rörelseresultat *före* kreditförluster var ytterligare två omständigheter som gjorde att ta »tjuren vid hornen«-strategin sannolikt var den bästa.

Noter

1. Ett antal personer har läst och kommenterat kapitlet i manuskript. Jag tackar särskilt Johan Lybeck, Bertil Sjöstrand, Gabriel Urwitz, Jan Wallander och Staffan Viotti, alla personer med djup inblick i hur bankerna arbetade och i hur det finansiella systemet fungerade under de aktuella åren i slutet av 1980-talet och början av 1990-talet. Ändå är det naturligtvis jag själv som ensam står för texten inklusive det som eventuellt blivit fel i faktaredovisningen och, som kanske någon kan tycka, i tonvikt och urval.
2. Med *bankkris* menas en situation med tre kriterier uppfyllda: 1) Betydande banker har slagits ut eller skulle ha slagits ut om inte 2) statsmakterna hade ingripit. Vidare har 3) allmänhetens förtroende för bankerna minskat, det senare ett uttryck för att en bankkris har ett brett genomslag i samhället och bland medborgarna.

Med *fastighetskris* menas i det här sammanhanget att på en viss del av fastighetsmarknaden (kommersiella fastigheter) har viktiga aktörer (fastighetsbolag) slagits ut på grund av likviditetsbrist, i sin tur beroende på 1) att kredit inte går att få i nödvändig utsträckning vilket medverkar till 2) att inga affärer görs på de prisnivåer som gällt före den akuta krisen.

3. Med *den kommersiella fastighetsmarknaden* menas i de flesta fall kontorsfastighetsmarknaden. Begreppet vidgas emellertid här till »marknaden för hyreshus med uteslutande bostäder eller inslag av bostäder, hyreshus med uteslutande lokaler, industrifastigheter samt övriga fastigheter som inte är småhus«. Definitionen sammanfaller med den som under 1980-talet användes av Stockholms Fastighetskontor under beteckningen »den professionella fastighetsmarknaden«. De två begreppen används således här synonymt.
4. Det är sannolikt att de fastighetsrelaterade kreditförlusterna var ännu något större under perioden 1990–1993 beroende på att finansbolagens kreditförluster, som till stor del avsåg toppbelåning av kommersiella fastigheter, inte är inkluderade i dessa siffror. Se Wallander, (1994), s. 82 ff.

Med *kreditförluster* menas summan av bankernas (moderbolagens) »konstaterade« och »befarade« förluster, i förekommande fall justerad för »... vad som influtit på tidigare års konstaterade förluster respektive vad som återförs av reservering för befarade förluster. Som kreditförlust skall även redovisas erforderlig nedskrivning av aktier och annan egendom som övertagits för skyddande av fordran.« (Bankinspektionens föreskrifter 1985:7) Före 1991 förekom knappast övertagna kommersiella fastigheter i de svenska bankernas bokslut, det kom däremot att i boksluten för 1991 och 1992 vara en stor, möjligen dominerande, post vid beräkningen av kreditförlusterna.

Med *fastighetsrelaterade krediter* menas krediter till företag som arbetar med fastighetsförvaltning och byggnadsverksamhet samt i övrigt krediter mot säkerhet i fastighet. Det senare innebär att begreppet blir något otydligt och sifferuppgifter om fastighetsrelaterade krediter och kreditförluster under den här aktuella perioden måste behandlas med viss försiktighet.

5. Kapitlets första del, fram till avsnittet *Vem bär ansvaret?*, är i allt väsentligt en bearbetning och uppdatering av ett par avsnitt i *Bankkrisen inifrån*. Se Pettersson, (1993a).
6. Vill man i mera precisa former ange hur priset bestäms för en fastighet där driftnettot varje år är konstant får sambandet följande utseende:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{d}{(i+r)^t} + R \frac{1}{(i+r)^t} \quad (1)$$

Formeln säger det självklara att fastighetens pris i dag (P) är nuvärdet på summan av de årliga driftnetton (d) som fastigheten ger under sin livslängd och restvärdet (R), i båda fallen diskonterade med ett visst kapitalförräntningskrav (r). Tänker vi behålla fastigheten under lång tid, i den teoretiska modellen så lång tid att restvärdet är noll, kan formeln förenklas högst avsevärt till:

$$P = \frac{d}{r} \quad (2)$$

Formeln uttrycker alltså bara vanligt sunt förnuft, priset på fastigheten speglar nivån på det förväntade driftsöverskottet och på vad vi har för krav på kapitalförräntning. Om vi tror att driftnettot ökar med x procent per år kan formeln något förenklat skrivas om på följande sätt:

$$P = \frac{d}{r-x} \quad (3)$$

Om x = inflationen betyder det att :

$$P = \frac{\text{Driftnettot första året}}{\text{Det reala kapitalförräntningskravet} = \text{Direktavkastningskravet}} \quad (4)$$

Om driftnettot ökar mer än inflationen, till exempel om vi har stigande real hyresnivå och driftskostnaderna bara ökar med inflationen, gäller att Direktavkastningskravet = Det reala kapitalförräntningskravet minus den reala driftnettoökningen. Om driftnettot inte ökar lika mycket som inflationen, till exempel genom låga hyreshöjningar och den avskrivning som fastigheten måste bära, gäller att Direktavkastningskravet = Det reala kapitalförräntningskravet plus den reala driftnettominskningen.

7. Det argumentet anfördes bland annat i årsredovisningen för 1990 för fastighetsbolaget Aranäs. Orsakerna till prisstegringen i Sverige efter 1987 var »... framförallt frukten av den tidens valutarestriktioner«.
8. Däremot är det en villfarelse att tro att fastighetskrisen under sitt akuta skede i början av 1990-talet fick till följd att inga affärsavslut alls gjordes på den professionella fastighetsmarknaden. Det är också fel att tro att antalet fastighetsaffärer under överhettningssären var väsentligt större än normalt. I Stockholm var antalet avslut på denna del av fastighetsmarknaden på det hela taget konstant under den andra hälften av 1980-talet. Antalet fastighetsförsäljningar per år var som lägst 538 (1991) och som högst 788 (1986).

- Första halvåret 1992, mitt uppe krisen, gjordes 315 fastighetsförsäljningar på Stockholmsmarknaden (jfr Stockholms Fastighetsmarknad, Stockholms Fastighetskontor, regelbundna publikationer).
9. För fyra välkända, börsnoterade fastighetsbolag – Fabege, Piren, Klöver och HILAB – minskade enligt respektive årsredovisningar på två år – 1990 och 1991 – marknadsvärdena på de egna fastigheterna med 44 procent, 45 procent, 37 procent respektive 33 procent.
 10. Egentligen skulle vi tala om *totalavkastningskalkylens tid* eftersom det var vad det handlade om. Det som räknades med det nya synsättet var inte fastighetens direktavkastning utan totalavkastningen, det vill säga summan av direktavkastningen under innehavstiden och realisationsvinsten vid försäljningen.
 11. Enligt *byggmästarkalkylen*, som var den dominerande kalkylmetoden under 1970-talet, skulle en fastighet täcka sina kostnader redan första året. Fastigheten betraktades som en rörelse vilken som helst. Förvaltningens intäkter, i praktiken hyrorna, skulle vara högre än drifts- och kapitalkostnaderna för att ekonomin skulle betraktas som sund. Att ägaren hade andra verksamheter – ofta byggande – som också gav vinst och någon gång fick bidra till att ett fastighetsförvärv likviditetsmässigt gick ihop, var snarare undantag än regel. Att låna till ett likviditetsunderskott i fastighetsrörelsen var det knappast tal om, i varje fall var det inte vad det skulle komma att bli under 1980-talet, en del av affärsidén.
 12. Utlåningsregleringen, liksom räntekontrollen, avsåg för bankerna den så kallade *övrigutlåningen*, det vill säga all utlåning i svenska kronor exklusive främst prioriterade byggnadskrediter, det senare krediter till byggande med statlig belåning. Det är viktigt att notera att utlåningen i utländsk valuta inte berördes av regleringarna. Den utlåningen var således både volym- och pris-mässigt oreglerad.
 13. »Kreditmarknaden 1985«, (1986), s. 10.
 14. Enligt de kapitaltäckningsregler som gällde hösten 1989 var kapitalkravet på en fastighetsrelaterad kredit, där säkerheterna låg inom 75 procent av uppskattat värde och som inte var industrifastighet, endast 1 procent.
 15. Ett exempel, bland många, där det återkommande påstås att bankerna efter avregleringen hängav sig åt volymtänkande är ekonom-historikerna Mats Larssons och Hans Sjögrens bok *Vägen till och från bankkrisen*. Det kan kanske för en icke-bankman ligga nära till hands att tala om volymtänkande och »om en tydlig prioritering av tillväxt framför andra mål« när man vet att bankerna kraftigt ökade sin utlåning efter 1985. Men källkritiken är inte särskilt övertygande när författarna för att styrka sin tes refererar till andra källor också författade av icke-bankmän med lika begränsad insyn i hur bankerna faktiskt arbetade. Se Larsson och Sjögren, (1995).
 16. Det som enligt min mening har gällt i Sverige har uppenbarligen inte gällt i Norge. Åtminstone vissa norska banker hade av allt att döma ett lönsamheten överordnat tillväxtmål. En av de största bankerna formulerade sig på följande sätt i sin strategiska plan för perioden 1983-86: »Bankens strategiska mål är starkare tillväxt än andra banker.« Om Kreditkassen, som var den

- snabbast expanderande norska, stora affärsbanken, skriver Torger Reve: »Målet var att ha en starkare växt än andra banker och därmed öka marknadsandelarna.« Enskilda norska banker växte också snabbare än de mest expansiva svenska bankerna. Kreditkassen ökade sin balansomslutning från 46 till 104 miljarder kronor på två år (1985–1986), en tillväxttakt på sammanlagt 124 procent. SE-banken och Svenska Handelsbanken (moderbolagen) ökade under de två mest intensiva kredittillväxtåren i Sverige (1989–1990) balansomslutningen med sammanlagt 61 procent respektive 54 procent. Första Sparbanken, som var den största och snabbast expanderande sparbanken, ökade under samma två år balansomslutningen med 56 procent. Se Johnsen, (1992), s. 119, 165–171.
17. Med ett långt tidsperspektiv framstår i själva verket de svenska bankernas räntemarginal under överhettningens åren 1987–1989 som en anomali. Varken tidigare eller senare under perioden 1970–2000 har räntemarginalen stigit så snabbt och varit så hög som då, som mest 8 procentenheter 1991. Källa: SOU 2000:11, bilaga 3, figur 8.
 18. I den promemoria som ligger till grund för den statliga bankgarantin, som i övrigt är ett välavvägt och välformulerat dokument, finns en skrivning med följande lydelse apropå de anmärkningsvärt stora kreditförlusterna i Nordbanken, GOTA och Första Sparbanken: »Det skall ses mot bakgrunden av att dessa institut i slutet av 1980-talet hade som mål att expandera verksamheten, särskilt i storstadsregionerna, och därmed var beredda att ta stora risker.« Jfr »Promemoria med utkast till proposition om åtgärder för att stärka det finansiella systemet«, (1992), s. 6. Om jag begränsar min kommentar till Första Sparbanken är skrivningen felaktig på tre punkter: 1) Det övergripande målet var att höja räntabiliteten på eget kapital, *inte* att expandera verksamheten. Detta kan på olika sätt dokumenteras. 2) Bankens styrelse och ledning tog *inte* medvetet högre risker eftersom ingen bankledning, *inte* heller Första Sparbankens, var medveten om det extraordinära risktagandet. 3) Första Sparbankens *enda* marknad var Stockholm/Göteborg genom att bankens hela verksamhet var koncentrerad till de båda storstadsmarknaderna.
 19. Det finns diverse beskrivningar av hur kreditbedömning av företag gick till vid den här tiden, de flesta av lärobokstyp. Se till exempel Broomé, (1982). Mer levande beskrivningar sett i en bankchefs perspektiv finns bland annat i: Thunholm, 1974 respektive Wallander, 1991. Och *inte* minst i biografier över vissa äldre tiders bankpersonligheter, se till exempel Gårdlund, (1976), respektive Thunholm, (1991).
 20. Se prop. 1986/87:12, s. 8.
 21. Företagets tre banker tog alla upp en limit för certifikatsprogrammet på det fulla beloppet 500 miljoner kronor. Anledningen var helt enkelt att vid varje tidpunkt skulle företaget ha rätt att välja den bank som till lägsta pris kunde placera lånet (eller snarare i praktiken delar av lånet). Engagemangsbeskrivningen ska således *inte* tolkas så att det samlade företagscertifikatprogrammet var 3 × 500 miljoner kronor, beloppet var givetvis som högst 500 miljoner kronor. Dessutom fanns en så kallad negativklausul, det vill säga kundföretaget hade förbundit sig att *inte* – utan bankernas medgivande – använ-

- da eventuella tillgängliga eller frigjorda säkerheter för att ta upp nya krediter utöver de som hade överenskommit.
22. Jfr till exempel »Bank Asset Quality: A Global Profile«, (1991). Det är en jämförande studie av banksystemen i ett femtontal OECD-länder där den viktigaste slutsatsen är att hög tillväxt i kreditgivningen alltid föregår en försämring av kreditportföljens kvalitet. Misstag i kreditbedömningen, snabb koncentration i låneportföljen, avreglering, svag tillsyn och ökad riskbenägenhet från bankledningens sida anges som orsaker till kvalitetsförsämringen. (Hämtat från citat ur rapporten: »Bankkrisen«, (1992), s. 86.)
 23. »Intern kontroll och internrevision i bankerna«, (1994), s. 9. För andra, konkreta exempel hänvisas till Rydbeck, 1994. Även om denna handling avser GOTA Bank är det sannolikt att alla stora banker skulle ha kunnat redovisa i princip liknande förhållanden. Samtidigt blir en partsinlaga av det här slaget kritisk i överkant, dessutom framgår det med all önskvärd tydlighet att den är skriven av en icke-bankman.
 24. Sparbanken Väst var en av de mindre så kallade regionsparbankerna med en balansomslutning på cirka 6 miljarder kronor vid ingången av 1990-talet (ungefär en tredjedel av Östgöta Enskilda Banks storlek vid samma tidpunkt). I mitten av 1980-talet beslöts att banken – som hade sin verksamhet begränsad till trestadsregionen med huvudkontoret i Vänersborg – skulle öppna ett kontor också i Göteborg. Det är vid detta enda kontor med något tiotal anställda som ekonomisk brottslighet förekom med kontorschefen och ytterligare någon tjänsteman inblandad.
 25. Bankkriskommittén redovisar i en rapport ett antal konkreta exempel. Se Sjöberg, (1995).
 26. Ibid, s. 388.
 27. Ibid, s. 389 ff.
 28. Guttentag och Herring, (1986).
 29. Hur hårt insnrådade de svenska bankerna var i Riksbankens nät av penning- och kreditpolitisk påverkan under till exempel 1970-talet beskrivs på övertygande sätt i Lars-Erik Thunholms bok *Bankerna och Samhället* från 1974, se Thunholm, (1974).
 30. Det fanns under lång tid en viss skillnad i synen på lönsamhet mellan affärsbanker och sparbanker. För ledande sparbanksföreträdare var det till långt in på 1970-talet en självklarhet att lönsamheten var ett mindre väsentligt mål för verksamheten, kanske till och med så oviktigt att det inte överhuvudtaget skulle betraktas som ett mål i sig. Vinst var närmast fullt och uppfattningen, som ideologiskt hade grundlagts redan under 1800-talet, fick ytterligare näring under 1960-talets ungdomsrevolt med dess förakt för kapitalismen och dess kännetecken inklusive kravet på vinst. Det här synsättet finns mycket tydligt formulerat i vissa sparbanksstrategiska dokument, se till exempel »Sparbankernas Långtidsutredning«, (1971), s. 367 ff.
 31. Reve, (1990), s. 32.
 32. Ibid., s. 34.
 33. Kreditförlusterna för de svenska bankerna räknat i procent av BNP ökade från den nästan försumbara nivån 0,05 procent under 1970-talet till nivån

- 0,3 procent under perioden 1983–1989. Källa Pettersson, (1993a), s. 170 respektive 286.
34. Se Svenska Handelsbanken, årsredovisningen 1984. Det bör samtidigt påpekas att de redovisningsregler som Bankinspektionen utfärdat och som gällde för 1984 innebar att kreditförlusterna räknades som ett treårsgenomsnitt vilket – eftersom kreditförlusterna 1984 var väsentligt högre än 1982 och 1983 – höjde den redovisade räntabiliteten jämfört med om kreditförlusterna fullt ut, som i dag, hade belastat resultatet samma år som de uppstår.
 35. Referat av advokaten Otto Rydbeck's analys av förhållandena i Nordbanken. Se Sjöberg, (1995), s. 334–335.
 36. Citatet från Wallander, (1991). Wallanders uppfattning är inte invändningsfri. Många banker, kanske alla stora banker, hade sedan lång tid en långtgående decentralisering av kreditbesluten, inte bara Handelsbanken. Det fanns sannolikt en väsentligt mera jordnära förklaring till den företagskultur som kännetecknar Svenska Handelsbanken. Som vi har sett hade banken 1984 mycket höga kreditförluster (cirka 1 procent på utlåningen), högre än vad någon annan stor affärsbank dittills hade haft under i varje fall 1980-talet. En rimlig gissning är att ett brett program för att förebygga en upprepning sattes i sjön. Det har i så fall lyckats. Handelsbankens kreditförluster sjönk trendmässigt åren efter 1984 och gjorde det ända fram till 1989 – och Handelsbanken klarade sig bäst av alla banker under bankkrisen. Det är tänkbart att Handelsbanken var den enda svenska bank som till följd av händelserna 1984 faktiskt också lyckades inplantera en kredit[portfölj]riskkultur.
 37. »Finansmarknadsrapport«, (1998), s. 50.
 38. Wohlin, (1998), s. 21 ff.
 39. Med *systemrisk* menas ett mått på sannolikheten att ett helt systems funktion slås ut. Med andra ord är systemrisken på bankmarknaden risken att ett lands hela banksystem av någon anledning slutar att fungera på det sätt som aktörerna på marknaden förutsätter. När det faktiskt inträffar, eller när det är nära att inträffa, råder *systemkris*. Anledningen kan vara att *en* bank får ekonomiska bekymmer och till följd av banksystemets förtroendegrundade uppbyggnad (»fractional reserve banking«) kan då hela systemet hotas. Anledningen kan också vara att systemet hotas eftersom *alla* banker mer eller mindre samtidigt drabbas av samma ekonomiska svårigheter (till exempel ett dramatiskt prisfall på de tillgångar som ligger bakom en stor del av kreditportföljen). Den svenska bankkrisen under 1990-talet var en systemkris av det senare slaget. Det gällde också 1920-talets svenska bankkris.
 40. Danmark bröt det mönstret något genom att kreditförlusterna i det danska bankväsendet hade pendlat mellan 1–2 procent av utlåningen under hela 1980-talet, en nivå väsentligt över den som till exempel gällt i Sverige före 1990 (0,4–0,6 procent). En viktig orsak var att Danmark tidigare än övriga nordiska länder valde en låginflationslinje i politiken. Den fleråriga och tidvis mycket hårdhänta åtstramningen (»kartoffelkuren«) pressade ner inflationen men fick också till följd att dansk samhällsekonomi inte under 1980-talet har visat upp de spekulativa excesser på fastighets- och aktiemarknaderna som kännetecknat de övriga nordiska länderna, jfr Lybeck, (1992), s. 78.

41. Lybeck, (1988), s. 26–28.
42. Myhrman, (1982), s. 35.
43. Feldt, (1991), s. 260.
44. Ingvar Carlsson ger i boken *Så tänkte jag* (2003) en utförlig bild av det ekonomisk-politiska skeendet under 1980-talet. Han är kritisk mot hur Kjell-Olof Feldt som finansminister skötte bankavregleringen 1985 och efterarbetet till den.

Jag menar att Carlssons bild på den punkten är alltför förenklad. Han ger intrycket av att den ekonomiska politiken efter stordevalveringen 1982 hade varit lyckad fram till slutet av 1980-talet. Men då »plötsligt« befann sig svensk ekonomi i en djup överhettningsskris orsakad av en kreditmarknadsavreglering där ansvaret för åtstramningen hade hamnat mellan stolarna. Riksbanken tyckte att finanspolitiken skulle ha varit stramare och Finansdepartementet att penningpolitiken skulle ha bättre kontroll på bankernas utlåning. Tjänstemännen på Riksbanken och i Finansdepartementet var pådrivande vad gäller avregleringen och någon egentlig politisk diskussion förekom inte i frågan. Bilden blir att politikerna, och i synnerhet regeringen, ställdes inför fullbordat faktum och därmed inte hade något ansvar för att det blev som det blev.

Det är en felaktig bild på två väsentliga punkter. De avregleringar som gjordes i Sverige 1985 var »long overdue«. Sverige hade väntat längre än något annat OECD-land och när man i praktiken tvingades ta bort regleringarna blev timingen fel. Hade det skett tidigare, kanske mera gradvis, och inte under en högkonjunktur, hade bankernas förmåga att hantera en större frihet i utlåningen med säkerhet varit bättre. Till det kommer att den 16-procentiga devalveringen hösten 1982 (som forskningen har visat inte var nödvändig) ledde till att vinsterna, likviditeten och optimismen i den svenska ekonomin ökade dramatiskt. Efter november 1985 sökte sig denna likviditet via krediter ut i konsumtion och spekulaton och steg för steg byggdes det upp en överhettad ekonomi, bland annat eftersom den fasta växelkursen gjorde att höga räntor inte kunde användas som korrigerande verktyg. Det var extremt billigt att låna. Samtidigt var regeringen impotent vad gäller finanspolitiken, som både Carlsson och Feldt utförligt beskriver.

På båda dessa punkter hade politikerna, och i synnerhet den socialdemokratiska regeringen, huvudansvaret. Och det grundläggande ansvaret var ideologiskt. Den tidvis framgångsrika svenska modellen, och det inkluderar den dirigistiska ambitionen vad gäller finansmarknaderna, hade i slutet av 1970-talet överlevt sig själv. Förmågan att se att det förhöll sig så fanns inte inom socialdemokratin vid den tiden – och det gjorde bland annat att Sverige kom att behålla regleringarna på bankmarknaden längre än i andra länder.

45. Demirgüç-Kunt och Detragiache, (1998). För en allmän översikt av den aktuella akademiska litteraturen, se »Utlåningstillväxt som indikator på finansiell instabilitet«, (2002), s. 59 ff.
46. Jfr LU, (1992), s. 219.
47. Det kan vara värt att notera att samma underskattning av styrkan i den latenta kreditefterfrågan efter avregleringen gjordes av de norska myndighe-

- terna några år tidigare. Också den kraftiga nedgången i hushållens finansiella sparande kom som en överraskning (jfr »Bankkrisen«, (1992), s. 95).
48. Feldt, (1991), s. 316.
 49. Larsson, (2001), s. 38 ff.
 50. Wohlin, (1983), s. 14.
 51. I praktiken fanns emellertid av allt att döma inte dessa möjligheter. Anders Sahlén, chef för Bankinspektionen i början av 1990-talet, berättar att när han tillträdde som chef för Bankinspektionen våren 1990 fanns inte »någon som helst IT-utrustning . . . Stora mängder datalistor i pappersform levererades från finansinstituterna men de praktiska möjligheterna att analysera innehållet var starkt begränsade.« Se Sahlén, (2001), s. 70.
 52. Ett exempel kan vara det svenska banksystemets strukturutveckling där Bankinspektionen hade klara uppfattningar om vad som fick göras och inte göras. Det omöjliggjorde till exempel under långa perioder för storbankerna att köpa någon av provinsbankerna.
 53. Den svenska ordningen där bankerna före beslut måste presentera sina kreditinstruktioner för tillsynsmyndigheten tycktes till exempel vid den här tiden vara mera undantag än regel. I de länder Sverige normalt jämför sig med (till exempel England och Tyskland) förekom inte något sådant. Det var närmast med förvåning som Bundesbank hörde talas om att i Sverige måste vid den här tiden bankerna fråga Bankinspektionen om var gränsen för »prudent banking« gick. (Enligt samtal med Bundesbank 1992.)
 54. Prop 1989/90:43, s. 63.
 55. Anders Sahlén, Bankinspektionens chef under krisåren, skriver om förhållandena i slutet av 1980-talet att en svensk banks exponering vid beräkningen av enhandsengagemang fick reduceras med » . . . det av banken framräknade värdet av panterna«, alltså hela säkerhetsmassan och en väsentligt mer generös ordning än den med enbart A-säkerheter (Sahlén, (2001), s. 73). Jag tror att Sahlén på den punkten är felinformerad. Å andra sidan var säkerhet i kommersiella fastigheter en A-säkerhet och det innebar att enhandsengagemang för bland annat fastighetsbolagen beloppsmässigt kom att ligga högt.
 56. Den analysen redovisas i *Bankkrisen inifrån*, se Pettersson, (1993a), s. 192.
 57. Larsson, (2001), s. 58.
 58. För en utmärkt analys av massmediernas förhållande till bankkrisen, se Larsson, (2001).
 59. Wallander, (1994), s. 148.
 60. Gardener och Molyneux, (1990).
 61. Frazer och Vittas, (1982).
 62. Det fanns undantag från denna huvudregel. De som arbetade på penning- och kapitalmarknaderna, och i synnerhet de som hade ansvaret för riskerna i bankernas balansräkningar och den så kallade funderingen (treasury), förstod givetvis sambandet mellan avkastning och risk. Men få, om ens några i bankernas ledningar, diskuterade kreditportföljen i termer av avkastning och risk eller såg på strategiska beslut i riskperspektiv.
 63. Det var i sig inget anmärkningsvärt. Finansbolagen var lönsamma och hade under överhettningssären en god soliditet. Visserligen toppbelånades fastig-

heterna men den årliga inflationen var under dessa år åtminstone 10 procent och det innebar i praktiken att säkerhetsläget bara inom ett par år skulle komma att förbättras ner till nivåer som var bankmässiga i formell mening. Vid den här tiden hade vi i Sverige i företagen fortfarande förväntningar om höga framtida inflationstal – och med viss rätt, inflationen kom inte ner på nivåer på 2–3 procent förrän under 1992.

64. Urwitz, (1998), s. 56. Se också Sahlén, (2001), s. 70 ff.
65. Wallander, (1994), s. 82 ff.
66. Föredrag och diskussioner vid de årliga bankmötena är normalt dokumenterade och finns tillgängliga, jfr »De svenska bankerna inför 90-talet«, (1990).
67. *Ibid.*, s. 20.
68. *Ibid.*, s. 20.
69. *Ibid.*, s. 8.
70. Aktiemarknadens förmåga, eller snarare oförmåga, att upptäcka ackumulerade risker och potentiella problem i enskilda banker har studerats i empiriska studier av bland annat hur den amerikanska aktiemarknaden värderade Bank of America under olika faser av dess utveckling under 1970- och 1980-talen. Resultaten »... suggest that the market is bad at spotting banking problems, and especially those of credit risk«. Jfr Randell, (1989).
71. »De svenska bankerna inför 90-talet«, (1990), s. 18.
72. De svenska bankernas samlade kreditförluster i procent av utlåningen låg under perioden 1975–1985 på som lägst 0,04 procent (1976) och som högst 0,65 procent (1984). Genomsnittligt var kreditförlustnivån 0,24 procent. (Det kan jämföras med genomsnittet för treårsperioden 1990–1992 på över 4,0 procent.) Den låga nivån var ganska säkert inte samhällsekonomiskt optimal. Se Pettersson, (1978).
73. För den som djupare vill studera bankkrisens avveckling finns en alltmer omfattande akademisk litteratur. Sandell (2001) ger en utmärkt översikt vad gäller de i sammanhanget viktiga redovisnings- och fastighetsvärderingsfrågorna. Bergström m. fl. (2002) analyserar Securum, Nordbankens avvecklingsbolag, och det blir samtidigt en konkret beskrivning av hur en kris sedd i en enskild banks perspektiv kan hanteras när den faktiskt inträffat. Larsson (2001) beskriver bankkrisen i ett massmediaperspektiv och redovisar en tankeväckande modell för hur massmedierna reagerar på en så traumatisk händelse som den svenska 1990-talskrisen.
74. Det var den borgerliga regeringen med skatteminister Bo Lundgren som hade huvudansvaret för krishanteringen under den mest kritiska perioden, åren 1992–1993. Med facit i hand, och med den inblick i hur arbetet bedrevs som finns i dag, blir betyget för regeringens insats enligt min mening högt. Men också socialdemokraterna i opposition måste ges högt betyg. Bankkrishanteringen utnyttjades egentligen inte alls partipolitiskt. I stort sett alla tunga beslut hade en bred politisk förankring. Tunga socialdemokrater som Allan Larsson, Göran Persson, Leif Pagrotsky och Odd Engström deltog under de aktuella åren i överläggningar med Finansdepartementets politiker och tjänstemän. För en redogörelse för hur det politiska arbetet med att hantera bankkrisen bedrevs under dessa år, se Lundgren, (1998). Hur socialde-

- mokraterna upplevde situationen finns något beskrivet i *Så tänkte jag*, se Carlsson, (2003), bland annat s. 492 ff.
75. Det är av allt att döma inte självklart att den slutsatsen kan formuleras så tydligt, i varje fall inte vad gäller konsekvensen av enbart Bankinspektionens/Finansinspektionens regeländringar (därav ordet »sannolikt«). Enligt den enda vetenskapliga studie som, mig veterligt, hittills gjorts kring redovisningsreglerna under 1990-talets bankkris har inte tillsynsmyndighetens föreskrifter medverkat till att övertagna fastigheter tagits upp till alltför låga värden och därmed gjort krisen djupare än nödvändigt. Det uttrycks sammanfattningsvis i avhandlingen på följande sätt: »Att övertagna fastigheter redovisats till alltför låga belopp, vilket hävdats i flera sammanhang, och att bilden av bankkrisen därmed förvrängts samt att detta åtminstone till viss del skulle kunna förklaras av Finansinspektionens regelverk torde inte stämma.« Se Sandell, (2001), s. 156.

Referenser

- »Bank Asset Quality: A Global Profile«, (1991), Solomon Brothers.
- »Bankkrisen«, (1992), NOU 1992:30.
- »Bankkrisen«, (1994), Bankkriskommittén.
- »De svenska bankerna inför 90-talet«, (1990), Svenska Bankföreningen.
- »Erfarenheter av bankkrisen. En rapport till regeringen«, (1994), Bankstödsnämnden.
- »Finansinspektionen 10 år«, (2001), Finansinspektionen.
- »Finansmarknadsrapport«, 1998:1, Sveriges Riksbank.
- »Intern kontroll och internrevision i bankerna«, PM 15 februari 1994, Finansinspektionen.
- »Kreditmarknaden 1985«, *Kredit- och Valutaöversikt 1/1986*, Sveriges Riksbank.
- »Promemoria med utkast till proposition om åtgärder för att stärka det finansiella systemet«, (1992), Finansdepartementet, november 1992.
- »Sparbankernas Långtidsutredning«, (1971), Svenska Sparbanksföreningen.
- »Utläningsstillväxt som indikator på finansiell instabilitet«, (2002), *Finansiell Stabilitet*, 2002:2, Sveriges Riksbank.
- Bergström, C. m. fl., (2002), *Securum och vägen ut ur bankkrisen*, SNS Förlag.
- Broomé, P. m. fl., (1982), *Kreditgivning till företag*, Studentlitteratur.
- Carlsson, I., (2003), *Så tänkte jag*, Hjalmarsson och Högberg.
- Demirgüç-Kunt, A. och E. Detragiache, (1998), »Financial Liberalization and Financial Fragility«, Working Paper 98/83, International Monetary Fund.
- Dermine, J. (red.), (1990), *European Banking in the 1990's*, Basil Blackwell.
- Englund, P., (1999), »The Swedish Banking Crisis: Roots and Consequences«, *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 15, Issue 3.
- Engwall, L., (1995), »Bankkris och bankorganisation«, i: »Bankerna under krisen. Fyra rapporter till Bankkriskommittén«, *Bankkriskommittén*.
- Falkman, H., (2002), *Bankrörelse, risker och riskhantering i banker*, Norstedts Juridik AB.

- Feldt, K-O., (1991), *Alla dessa dagar*, Norstedts.
- Frazier, P. och D. Vittas, (1982), *The Retail Banking Revolution*, Michael Lafferty Publications Ltd.
- Gardener, E. P. M. och P. Molyneux, (1990), *Changes in Western European Banking*, Unwin Hyman.
- Guttentag, J. M. och R. J. Herring, (1986), *Disaster Myopia in International Banking*, Essays in International Finance, Princeton University, No. 164.
- Gårdlund, T., (1976), *Marcus Wallenberg 1864–1943*, Norstedts.
- Johnsen, T. m.fl., (1992), »Bankkrisen i Norge«, rapport 29/1992, *Stiftelsen for samfunns- och næringlivsforskning* (SNF), Norges Handelshøyskole.
- Larsson, B., (2001), *Bankkrisen, medierna och politiken*, Göteborg Studies in Sociology No 3, Göteborgs Universitet.
- Larsson, M. och H. Sjögren, (1995), *Vägen till och från bankkrisen*, Carlssons.
- Larsson, M., (1993), *Aktörer, marknader och regleringar*, Report No. 1, Uppsala Papers in Financial History, Departement of Economic History.
- Larsson, M., (1997), *Institutioner och organisationer på den svenska bankmarknaden*, Report No. 8, Uppsala Papers in Financial History, Departement of Economic History.
- Llewellyn, D. T., (1992), »Cyclical, Structural and Secular Trends in Banking – Is Banking a Declining Industry?«, Working paper, *Loughborough University Banking Center*.
- Lundberg, E., (1983), *Ekonomiska kriser förr och nu*, SNS Förlag.
- Lundgren, B., (1998), *När bubblan sprack*, Bokförlaget DN.
- Lybeck, J. A., (1988), *Avreglering och sparande, expertrapport*, Spardelegationen.
- Lybeck, J. A., (1992), *Finansiella kriser förr och nu*, SNS Förlag.
- Lybeck, J. A., (1994), *Facit av finanskrisen*, SNS Förlag.
- Myhrman, J., (1982), »Kreditpolitiska regleringar – en samhällsekonomisk analys«, expertrapport, Kreditpolitiska utredningen, SOU 1982:53.
- Petersen, R. L. och W. L. Scott, (1985), »Major Causes of Bank Failures: Determinants and Consequences«, i: *Bank Structure and Competition*, Proceedings, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Pettersson, K.-H., (1978), *Tar bankerna för små risker?*, småskrift, Länssparbanken Göteborg.
- Pettersson, K.-H., (1993 a), *Bankkrisen inifrån*, SNS Förlag.
- Pettersson, K.-H., (1993 b), *Banker – behövs dom?*, SNS Förlag.
- Randell, R. E., (1989), »Can Market Evaluate Asset Quality in Banks?«, *New England Economic Review*.
- Reve, T., (1990), »Hva gikk galt?«, Working paper no. 3, Senter for anvendt forskning.
- Reve, T., (1992), »Learning to Compete in a Deregulated Credit Market: A Lesson in Banking Failure«, paper presenterat vid Bertil Danielsson-symposiet i Göteborg.
- Rydbeck, O., (1994), *Ang. mål T 2-2374-93; Gota Bank ./. Per-Olof Sjöberg och Gabriel Urwitz*, inläga till Stockholms tingsrätt, 2 maj 1994, Setterwalls.
- Sahlén, A., (2001), »Finanskrisen i ett tioårsperspektiv«, i: »Finansinspektionen 10 år«, 2001, Finansinspektionen.

- Sandell, N., (2001), *Redovisning i skuggan av en bankkris*, lic.avhandling, Institutionen för datavetenskap, Linköpings universitet.
- Santomero, A. M., (1997), »Financial Institution Regulation: The Dilemma in a Deregulated World«, i: »Forces for and Implications of Structural Changes in the Financial Sector«, Sveriges Riksbank.
- Santomero, A., (1984), »Modeling the Banking Firm – A Survey«, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 16, No. 4, November.
- Santomero, A., (1986), »How Bankers Can Bank on the Future«, *The Journal for Management*, Vol. 3, November.
- Sjöberg, G., (1995), »Brottslig och vårdslös kreditgivning 1980«, i: »Bankerna under krisen. Fyra rapporter till Bankkriskommittén«, *Bankkriskommittén*.
- Svensson, T., (1996), *Novemberrevolutionen. Om rationalitet och makt i beslutet att avreglera kreditmarknaden 1985*, Rapport till Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi, Ds 1996:37.
- Thunholm, L.-E., (1974), *Bankerna och samhället*, Askild och Kärnekull.
- Thunholm, L.-E., (1991), *Oscar Rydbeck och hans tid*, Fischer & Co.
- Urwitz, G., (1998), »Erfarenheter från en bankkris«, *Ekonomisk Debatt*, årg. 26, nr 1.
- Wallander, J., (1991), *Från Vängåvan till Kungsträdgården*, Bonniers.
- Wallander, J., (1994), »Bankkrisen – Omfattning. Orsaker. Lärdomar«, Bankkriskommittén.
- Wohlin, L., (1983), »Kreditpolitik i omvandling«, *Ekonomisk Debatt*, årg. 11, nr 1.
- Wohlin, L., (1998), »Bankkrisens upprinnelse«, *Ekonomisk Debatt*, årg. 26, nr 1.



VEM BETALAR SÅ MYCKET?

Stellan Lundström

Fastighetsvärderingar före, under och efter bankkrisen

Introduktion

Kriser, som fastighets- och bankkrisen i början av 1990-talet, föder nytänkande, men också eftertänksamhet. Varför gick det som det gick? Kunde kreditförlusterna ha mildrats och vad kan vi lära för framtiden? Följande uppsats handlar mest om eftertänksamhet rörande den roll fastighetsvärderarna spelade i olika faser av bank- och fastighetskrisen. Det är inte fråga om att frikänna eller skuldbelägga en yrkeskår, utan att ge ett antal rimliga förklaringar till hur en viktig aktör i en beslutskedja agerar givet vissa förutsättningar. Annorlunda uttryckt rör diskussionen hur den institutionella ramen och samhällsmiljön påverkar agerandet och skapar handlingsmönster vars konsekvenser är svåra att förutse.

Relaterat till fastighets- och bankkrisen i början av 1990-talet är syftet att spegla hur sättet att värdera fastigheter utvecklats under trettio år, från 1970-talet till början av 2000-talet. Med ett perspektiv på tiden före, under och efter fastighets- och bankkrisen är det förhoppningsvis möjligt att addera något till kunskapen om hur aktörer, processer och aktiviteter inom ett institutionellt ramverk skapar en i modern tid nationell kris med depression och obestånd inom den finansiella sektorn.

Särskilt intressant är aktiviteterna och processerna som föregick krisen och där fastighetsvärderarna utgjorde aktörer. Aktiviteterna mitt i krisen har också sitt intresse, men präglas i stor utsträckning av ad hoc-lösningar där man i vissa fall, med facit i hand, kan vara efterklok: »Så borde vi ha gjort i stället eftersom marknaden fick en bättre utveckling än förväntat«. Den typen av resonemang ger

dock inte så mycket av generella lärospån för framtiden. En slutsats som många ändå dragit är att kriser som den svenska fastighets- och bankkrisen kräver ett resolut agerande där en delvis slumpmässig förmögenhetsomfördelning ska ses i ljuset av snabbt återhämtade fastighets- och finansmarknader.

Värdeteori och värderingsmetodik

Betraktar vi 1900-talet så har teorin för värdering av fastigheter i stort sett varit oförändrad. Grunden är ett i ekonomisk teori väl förankrat synsätt där värden skapas av förväntningar om framtida nytta och där priser på marknaden sätts genom ett samspel mellan utbud och efterfrågan. Den institutionella ramen – finansiering, fastighetstaxering, ersättningsregler etc. – har också tydligt markerat att det är ett marknadsvärde som åsyftas i de flesta beslutssituationer. Den första avvikelser från den normen under 1900-talet kom i eftermälet till depressionen i början på 1930-talet. Ett dramatiskt fall i uppblåsta marknadsvärden gjorde att tänkanden inom kåren värderare gled mot avkastningsmodeller. En likartad reaktion märks i början av 1990-talet när olika intressenter börjar introducera begrepp som »långsiktiga avkastningsbaserade marknadsvärden«. Begreppet marknadsvärde har sålunda acceptans så länge som värdena inte uppfattas vara »för låga« eller falla alltför kraftigt.¹

Om värdeteorin har varit beständig så har sättet att värdera – metodiken – genomgått stor förändring. Informationsteknologin har tillsammans med nya informationskällor och en omfattande utbildningsinsats, framför allt under 1980- och 1990-talen, givit fastighetsvärdering en mera finansiell prägel. Modeller och specifika tekniker är alltmer likartade för värdering av aktier, obligationer, fastigheter och olika typer av derivat.

En annan aspekt är produktivitetsutvecklingen. På 1970-talet kunde det ta upp till en vecka att värdera en kommersiell hyresfastighet. Något som i dag klaras på mindre än en dag. Skrivmaskin, räknesnurra och handplockning av data från pappersarkiv har ersatts av datorer, databaser samt olika former av expertsystem och rapportgeneratorer som automatiskt hämtar, lagrar, bearbetar och presenterar information. Som inom andra sektorer av näringslivet har mänsklig arbetskraft ersatts av teknik och färdiga rutiner.

Det principiella tänkandet och det praktiska förfarandet att bedöma värden på fastigheter speglar samhällsutvecklingen och specifikt utvecklingen på kapital- och fastighetsmarknaderna. Särskilt intresse ägnas här de brytpunkter i synsätt som inträffade runt 1980 respektive 1991/1992. I början av 1980-talet började enkla »byggmästarkalkyler« med evighetskapitalisering ersättas av dels kassaflödesmodeller och dels mer renodlade statistiska metoder för att bedöma ortens pris. De senare kallas i vissa situationer för »backspegelsmetoder«. Begreppet backspegelsmetod syftar på att okritiska trendframskrivningar av betalda priser kan, som i 1980-talets marknadsmiljö, bidra till allt högre värderingar.

Tio år senare, med fastighets- och bankkrisen i full blom, kom marknadsvärdet att ifrågasättas som begrepp. Metodmässigt började då mer eller mindre slentrianmässigt tillämpade kassaflödesmodeller och ortsprismetoder att kompletteras med analyser av den ekonomiska basen, kontrakt och kunder. Mitt i arbetet att rädda nödlidande banker förekom också ett antal andra tillfälliga modeller – kostnadsmodeller och diskonteringsmodeller. Deras syfte var i huvudsak att rädda bankernas balansräkningar.

I vilken grad nya värderingsförfaranden bidrog till bankkrisen är det svårt att vara tvärsäker om. Helt klart är dock att värderare och värderingsföretag var en del i en aktörsskara som tämligen okritiskt och med nya oprövade verktyg gav sig in i en avreglerad värld med sällsynt kraftig ekonomisk tillväxt. Investerare, kreditgivare och fastighetsvärderare deltog i en process som saknade aktuella referensramar. Samhällsklimatet gjorde att de som varnade för utvecklingen mera ansågs som bakåtsträvare. Typisk för tidens anda var en bankman som till mig år 1988 yttrade »att vi måste vara beredda att ta större kreditförluster för att få vara med om de stora och intressanta affärerna«.

Det finns forskning om hur rapporterna om fastigheternas värden faktiskt har utformats och vilken osäkerhet som finns i angivna värden.² Den forskningen har under 1990-talet fått näring när utlåntanden om fastigheters värden via fastighetsindex³ ska medverka till jämförelser av risk och förräntning mellan fastigheter, aktier, obligationer och andra finansiella instrument. En relativt omfattande introduktion av system för bonus och incitament under senare delen

av 1990-talet skapar också efterfrågan på bedömningar av marknadsvärden som är konsistenta över tiden och inte manipulerbara.

Användningen av informationen från utlåandena om fastigheters värden har, som noterats ovan, förändrats över tiden. I slutet av 1970-talet var marknadsvärdet i sig intressant som beslutsgrund. Hypoteksinstitutet uppfattade sig som så kallade realkreditinstitut med fokus på bedömningen av pantsäkerhet. Det utmynnade i ett belåningsvärde uttryckt som ett »försiktigt bedömt marknadsvärde«. På 1980-talet kom marknadsvärdet alltmer att utnyttjas för beräkning av förräntning, risk och olika former av nyckeltal. Internt i banker och hypoteksinstitut följde också kreditgivningen fasta modeller där i vissa fall centrala anvisningar fanns för diskontering av beräknad avkastning. De mallarna släpptes allteftersom avregleringen på 1980-talet genomfördes av kreditmarknaden. Dessa mallar, som till exempel avsåg direktavkastningskrav, blev också allt svårare att tillämpa när direktavkastningskraven sjönk mot slutet av 1980-talet. Samtidigt ökade konkurrensen på låne- marknaden och fasta regler kom av vissa att betraktas som »hinder för utlåningsverksamheten«.

Fasta rutiner och mallar kan ses som ett naturligt inslag på en utbudsorienterad och reglerad kapitalmarknad. När marknaden avreglerades på 1980-talet förändrades frågeställningarna. Begrepp som marknad, kunder, cykliska förlopp, marknadsposition och risk skulle naturligen ha avspeglat sig i den kompetens, egen eller inhyrd, som befolkade de finansiella institutionerna. Förenklat kan man säga att marknadskompetens borde ha fyllt luckan efter ett strikt regelverk. I vilken utsträckning, och hur snabbt, det i banker och hypoteksinstitut skedde en förskjutning av kompetens från inlåning till utlåning ligger dock utanför denna uppsats att bedöma. Uppenbart är dock att hela riskmiljön genomgick en dramatisk förändring när kreditmarknaden avreglerades.

Fastighetsvärderarnas kompetens var under 1980-talet inte föremål för någon djupgående diskussion. Sedan början av 1980-talet var också kåren värderare alltmer dominerad av examinerade från KTH:s inriktning mot fastighetsekonomi. De tog över värderingsmarknaden med ny teknik och kunskap omfattande framför allt kassaflydesbaserade metoder och tillämpning av marknadsanalyser

och analyser av ortens pris. Före 1980 dominerade byggnadstekniker med värderingsutlåtanden som hade en tyngdpunkt på den tekniska fastighetsbeskrivningen.

I ett antal finansskandaler på 1980-talet (bl. a. Göta finans) figurerade värderare och det förekom en diskussion om värderarnas ansvar och kompetens. Företrädare för värderarna kontaktade också i slutet av 1980-talet regeringsföreträdare för att höra om det fanns ett intresse att införa någon typ av offentlig auktorisation av värderare. Responsen var dock negativ och ett ofta citerat gensvar var att »det har ju inte hänt några större olyckor«.

År 1994 var det dock dags för en branschauktion. Efter flera års förberedelser, och med fastighets- och bankkrisen aktuell, genomdrevs en auktorisation av fastighetsvärderare inom ramen för Samfundet för fastighetsekonomi. Auktorisationen av för närvarande ca 125 värderare innebär att de åtar sig att tillämpa en gemensam nomenklatur och följa bestämda etiska regler. Grundläggande finns kravet på att värderaren ska ha adekvat utbildning. Detta uttrycks som tre års universitetsutbildning med vissa ämnen representerade. Att vara auktoriserad är i dag helt naturligt för den som arbetar professionellt med analys och värdering och orsaken är främst integrationen av fastighetsmarknaden i kapitalmarknaden. Arenan för fastighetsvärdering är i dag internationell och frågan om etik, gemensam begreppsapparat och moderna metoder är i dag diskuterad och i ökad utsträckning reglerad globalt.⁴ Den svenska privata auktorisationen hindrar dock ingen i dag från att starta ett eget värderingsföretag utan någon som helst utbildning eller erfarenhet!

1970-talets värderingsparadigm⁵

Betraktar man 1970-talets värderingsmarknad med dagens glasögon framträder ett par förhållanden och händelser som viktigare än andra:

- > Kåren fastighetsvärderare har i huvudsak en bakgrund som byggnadstekniker och saknar högskoleutbildning.
- > Modeller med evighetskapitalisering och så kallade räntabilitetsmodeller dominerar.

- > Inflationen och de nominella räntorna når tvåsiffriga belopp.
- > Den moderna fastighetstaxeringen ger ett beskrivningssystem för fastigheter vilket medför att prisstatistik blir tillgänglig via datamedia och metoder för analyser av ortens pris kan enkelt tillämpas.
- > Datoriserade kalkyler började vinna terräng.

De stora värderingsfrågorna under 1960-talet och i början på 1970-talet avser samhällets mycket kraftfulla utbyggnad av infrastruktur och bostäder. I praktisk verksamhet är det värdering i olika ersättningsituationer som dominerar. Stat och kommun tar mark i anspråk (exproprierar) och många marktvister förs till domstol där fastighetsvärderingar spelar stor roll. Akademiskt etableras fastighetsvärdering som ämne för forskning och undervisning på KTH. Värdering vid expropriation samt utveckling av metodiken för en modern fastighetstaxering dominerar. Värdering av kommersiella hyresfastigheter kommer på allvar in som ämne i mitten av 1970-talet.

Olika former av evighetskapitalisering var under hela 1900-talet, fram till ca 1980, dominerande värderingsförfarande. I sin allra enklaste form marknadsvärderades (MV) fastigheter på följande sätt där $H-D-U = \text{driftnetto}$ ($H = \text{hyra}$, $D = \text{drift}$, $U = \text{underhåll}$) samt $P = \text{kalkylränta}$.

$$MV = \frac{H-D-U}{P}$$

Modellen förutsätter att avkastningen utfaller i evig tid med samma belopp hela tiden. I praktisk värdering kom modellen mera att användas som instrument för en baklängesräkning där ett normaliserat driftnetto sattes i relation till betalda priser för att på så sätt identifiera ett avkastningskrav som kan tillämpas för fastigheter på den aktuella delmarknaden.

Detta förfarande tillämpas även i dag, men i lite mera sofistikerad form. Dels tillämpas den så kallade Gordons formel för att beräkna nuvärden för betalningsserier som utvecklas exponentiellt över tiden. Tillväxtfaktorn för driftnettot betecknas med g i formeln nedan.

$$MV = \frac{H-D-U}{P-g}$$

Ytterst tillämpas också kassaflödesmodellerna på samma sätt, om än något mer komplicerat. Standardiserade antaganden om driftnetto, inklusive vakanser, relateras tillsammans med ett restvärde till ett nuvärde. Relationstalet är då en form av kalkylränta för genomsnittsobjektet på den aktuella fastighetsmarknaden.

Vanligt på 1970-talet var också »Byggmästarkalkylerna«. Det speglar att kalkylerna användes för att bedöma investeringar – allt från nyproduktion till förvärv av fastigheter. I dessa kalkyler hade man ofta en avskrivningsfaktor inlagd.

I grunden är modellerna enligt ovan ren algebra som beskriver nuvärdet av betalningsserier som på olika sätt utfaller i evig tid. Indata i modellerna uppfattas som relevanta när inflationen är låg. På 1970-talet kom dock en kraftig inflation att pressa upp de nominella räntorna. Att ta nominella – och höga – räntesatser från kapitalmarknaden rakt in i kalkylen gav då i början av 1980-talet för låga bedömda marknadsvärden i relation till betalda priser. Sjukande direktavkastningskrav på marknaden, men fortfarande höga nominella räntor, tvingade värderarna att justera övriga indata så att slutresultatet uppfattades vara i takt med marknaden. Detta justeringsförfarande kom att diskuteras flitigt i värderingslitteraturen.⁶ Särskilt diskuterades innebörden i det förräntningskrav som åsattes vid marknadsvärdebedömning. Enkelt uttryckt rörde frågeställningen om kalkylräntan kunde härledas från kapitalmarknaden eller om kalkylräntan hade karaktär av »justeringsskrub« för att kalkylen i slutändan skulle ge ett marknadsvärde.⁷

Olika former av evighetskapitalisering framstod dock som alltmer orimliga och obegripliga när inflationen drev upp räntorna till tvåsiffriga belopp. Alternativet blev då att tänka och räkna på ett annorlunda sätt, se nedan.

Brytpunkt 1980

Början av 1980-talet kännetecknas av fortsatt hög inflation och höga räntor samt de devalveringar av kronan (1982) som satte fart på den högkonjunktur som kom att dominera resten av 1980-talet.

Mindre allmänt bekant är den förändring i såväl synsätt som kalkylmetodik som kom att präglade fastighetsbranschen för lång tid framåt. Längre hade SPP:s finanschef Nils-Axel Frisk tillämpat och argumenterat för en realräntesyn i det av inflation dominerade samhället. Det gjordes också ett flertal omfattande utredningar som handlade om hur det finansiella systemet, inklusive skatte- och redovisningssystemen, skulle anpassas till inflation.

Realräntesyner på fastighetsmarknaden hade i viss bemärkelse legitimerats av ett antal domar avseende avgäld för mark upplåten med tomträtt i Stockholms innerstad. Dessa domar baserades på ett omfattande utredningsarbete där ett flertal nationalekonomer analyserade den långsiktiga riskfria realräntan i samhället. Med utgångspunkt i dessa utredningar slog Högsta domstolen fast att realräntan skulle vara 3 procent för centralt belägna tomträtter avsedda för kommersiellt ändamål. Centralt belägen mark betraktades som en riskfri investering.

Fastighetsbranschens tänkande i termer av realränta fick direkt näring när Trygg-Hansa i början av 1980-talet genomförde ett antal uppmärksammade fastighetstransaktioner. Kalkylens förutsättningar var att affären på lång sikt skulle ge en viss real avkastning. Att fastighetsförvärven kortsiktigt gav ett negativt kassaflöde givet normal belåning var då underordnat att en framtida värdestegring kunde räknas in i kalkylen via ett restvärde. Detta exempel illustrerar också den svenska startpunkten för att på allvar betrakta fastigheter som finansiella tillgångar i en portfölj tillsammans med aktier och obligationer. Viktigast i detta sammanhang är dock accepterandet av att direktavkastningen inte täcker den nominella räntekostnaden.

En annan brytpunkt kom 1983–1984 när ett antal affärer genomfördes med fastigheter som saknade hyresgäster, det vill säga hade 100 procent vakans. På många seminarier och konferenser kom man att diskutera kalkylernas förutsättningar och resultat. Mest uppmärksammades att husen var tomma! Ett tomt hus sågs som en potential man betalade för i en uppåtgående konjunktur! Detta synsätt kom sedan att präglade hela 1980-talet. Det fanns alltid i kalkylen någon hyresgäst som var villig att fylla en i dagsläget, eller i framtiden, tom lokal med verksamhet som förväntades ge ännu högre hyra jämfört med den i dag aktuella nivån.

Runt 1980 introducerades också kassaflödesmodellen som verktyg för investeringsbedömning och värdering. Modellen fick en snabb spridning i värderingskretsar – den låg i tiden! Nu kunde hyrestillväxt och potentialen i tomma lokaler direkt föras in i kalkylen på ett logiskt sätt. Den stora effekten var ändå att förväntningarna om hyrestillväxt kom att direkt slå igenom i restvärdet. Kalkyltekniskt beräknades restvärdet utifrån ett driftnetto året efter kalkylperiodens slut dividerat med ett bedömt framtida direktavkastningskrav. I takt med att direktavkastningskraven sjönk mot slutet av 1980-talet kom också betydelsen av kalkylens restvärden att öka. Orsaken var att prognoserna om framtida direktavkastningskrav i regel var linjära. Dagens låga direktavkastningskrav antogs också gälla 10 år framåt. Begreppet cykliska förlopp på fastighetsmarknaden fanns på 1980-talet inte med i fastighetsaktörernas medvetande.

»Den nya ekonomin« förknippas med IT-boomen i slutet av 1990-talet. Begreppet fanns i ungefär samma form i mitten av 1980-talet, men åsyftade då att en avreglerad marknad gav nya förutsättningar för såväl köp av begagnade fastigheter som investeringar i nya. Ett till synes obegränsat kapitaltillflöde drev upp priserna till nivåer som många uppfattade som helt normala i den »nya ekonomin«. I efterhand kan vi konstatera att prinsnivåerna avvek från långsiktigt normala referensvärden.⁸ Exempelvis var relationen mellan fastighetspris och aktuell hyra (bruttokapitaliseringsfaktorn) kraftigt avvikande från en långsiktig nivå liksom på samma sätt direktavkastningskravet.⁹ Att tolka den typen av referensvärden låg dock inte i tiden.

Utvecklingen för fastigheter i Stockholms innerstad kan illustreras med att Svenska Kredit 1980/81 betalade 12 000 kronor per kvm i löpande priser för en fastighet vid Norrmalmstorg. Tio år senare betalade SPP knappt 70 000 kronor för en bebyggd tomträtt vid Nybrokajen. Det speglade en realiserad och förväntad hyrestillväxt, men främst att direktavkastningskraven har sjunkit under samma period från i storleksordningen 10 till 4 procent.¹⁰

1980-talets byggande och förvärv av kommersiella lokaler

Det omfattande byggandet av kommersiella lokaler under slutet av 1980-talet gav mycket stora kreditförluster när vissa stora projekt

under åren 1991–1993 bedömdes vara värda i storleksordningen en tredjedel av byggkostnaden. Byggandet gjordes möjligt genom en kombination av faktorer. Tillgången till kapital och villiga investerare var naturligtvis viktigast. I botten låg dock förväntningar om en långsiktig tillväxt av tjänstesektorn och att varje anställd som nyttjade kontor skulle konsumera allt större kontorsyta. I efterhand kan man konstatera att det saknades information, en typ av referensram, om att det svenska lokalutnyttjandet redan låg i världstopp och att tjänstesektorn inte långsiktigt kunde ha en exponentiell tillväxt. Insikten om detta samt det faktiska lokalutnyttjandet och lokalkostnaden per anställd får stor effekt på kalkyler och investeringsbeslut när verksamheter utsätts för såväl intern som global konkurrens.

Sättet att värdera på 1980-talet, med restvärden som byggde på låga direktavkastningskrav och full uthyrning, hade stor betydelse för såväl bedömda värden som faktiska transaktioner. Mest avgörande var dock den allmänna accepten bland banker och investerare för ett negativt kassaflöde och negativ direktavkastning på eget kapital.¹¹ I viss bemärkelse kan man uttrycka att det fanns ett långsiktigt realrätetänkande med en betydande del av förräntningen i en värdetillväxt. Annorlunda uttryckt fanns en grundmurad optimism om att värdetillväxt var en för evigt given företeelse. Den optimismen fick fram till slutet av 1980-talet grogrund eftersom betalda priser och bedömda marknadsvärden hela tiden överträffades av nya avslut och nya bedömda värden.

I viss bemärkelse gav värderarnas 10-åriga prognoser för kassaflöden och marknadsvärden grogrund för en allmän uppfattning att framtiden kunde förutsägas. Vissa värderingsföretag visade dock förutseende genom att friskriva sig från prognoserna och uttrycka att de endast skulle ses som ett mera indirekt stöd för värdeutlåtandet.

I efterhand kan vi konstatera att 1980-talets kraftiga prisuppgång på svenska fastigheter var driven av svenska aktörer. Pengarna, investerarna, bankerna och värderarna var svenska och svenskarna åkte även utomlands med svenskt tänkande och svenska medaktörer i form av banker och värderare. Samma mönster uppträdde i ett flertal andra västländer. Skillnaden vara bara att den svenska krisen kom något senare än i andra länder och blev mycket djupare.¹² Tar vi dagens situation (2004/2005) så är det stor skill-

nad jämfört med tidsperioden runt 1990. Avgörande är att den svenska kommersiella fastighetsmarknaden i allra högsta grad är del av en internationell företeelse. Sätten att räkna och kalkylera skiljer sig inte väsentligt mellan aktörer på en global arena. Inflation och räntenivåer medger dessutom ett positivt kassaflöde.

1980-talets bostadsbyggande

En betydande del av bankernas problem i början och mitten av 1990-talet kan härledas till nyproduktionen av bostäder under 1980-talet.¹³ Nyproduktionen var också väl fördelad över landet till orter som under flera år haft en svag ekonomisk tillväxt. Omfattningen och den geografiska fördelningen av byggandet sågs också under 1980-talet av gemene man som helt normalt.

Tre direkta faktorer gav i kombination en delvis unik förutsättning för en kraftig ökning av antalet nyproducerade bostäder. För det första gav räntebidragssystemet med en låg garanterad ränta en unik finansieringsförutsättning. Staten tog hela ränterisken och betalade vid 10 procents inflation en dito amortering på lånen. Systemet lanserades i mitten av 1970-talet när inflationen var låg, men kom att fortleva till början av 1990-talet med konsekvenser som inte var förutsebara. Statens bärande av ränterisk kombinerades med kommunernas frikostiga borgensåtaganden. Läger vi i en högkonjunktur samman effekterna av räntebidragssystemet och den kommunala borgen så framstår det som nästan helt riskfritt att vara byggherre – någon annan bar risken och betalade merparten av kapitalkostnaden.

Den andra faktorn var en kraftig ekonomisk tillväxt som gav bostadsefterfrågan och till synes obegränsad tillgång till kapital. En kraftig ekonomisk tillväxt tillsammans med hög inflation och negativa realräntor efter skatt gjorde fastighetsinvesteringar särskilt eftertraktade.

Den tredje och avgörande faktorn var hur nyproduktionen värderades – eller rättare sagt inte värderades. Det statliga bostadsfinansieringssystemet var i princip helt utbudsorienterat och uppbyggt runt ett kostnadstänkande. Beslutsriteriet för start av nyproduktion var att uppfylla normen för pantvärde och låneunderlag, det vill säga två kriterier som beräknades utifrån en kostnadsmodell. I botten fanns ett antagande att fastighetens värde (mark-

nadsvärde) uppgick till kostnaden att bygga. Det värdet var i huvudsak lika högt oavsett var i landet vi befann oss.

I efterhand finns starka argument för att 1970- och 1980-talets kombination av ekonomisk makroutveckling och dåligt anpassade institutionella system starkt har bidragit till den låga produktivitet-utvecklingen i byggsektorn. Uppenbart var utlåningen till nyproduktion av bostäder något som kraftigt kom att bidra till bankkrisens omfattning. Till försvar för olika aktörer kan man dock konstatera att effekterna av det snabba systemskiftet inom bostadssektorn var föga förutsägbara. De sammantagna effekterna av avskaffade subventioner, lågräntepolitik och övervältring av risk kunde inte förutses.

Situationen i början av 2000-talet är på visst sätt en omvänd spegelbild av 1980-talet. Stat och kommun har nästan helt klivit av som riskbärare. Byggherrarna och konsumenterna bär all risk i ett system där man fortfarande inte på ett systematiskt sätt anpassat det institutionella systemet. Bankerna har också svårt att explicit bedöma risken i nyproduktion och det saknas i stor utsträckning relevanta analysinstrument för att bedöma ett byggprojekt. Uttryckt på ett något annorlunda sätt så saknar vi i dag explicita instrument för att värdera nyproduktion. Modellerna och tänkandet runt låneunderlag och pantvärde har ännu inte fullt ut fått någon relevant uppföljare i ett marknadsanpassat system. Banker och hypoteksinstitut blir då försiktiga i sitt agerande. Detta kan till stor del förklara att det svenska bostadsbyggandet fortfarande år 2004 är bland det lägsta i Europa trots bra tillväxt och låg realränta.

1980-talets information om fastighetsmarknaden

En reflexion i efterhand var att omställningen av kapitalmarknaden, fastighetsmarknaden och bostadsbyggandet var snabb. Riktning-ändringen från reglering till marknad var i vissa fall 180 grader, men åtföljdes inte av en dito förändring av informationsutbudet. Aktörerna var i stort sett desamma, de hade nya förutsättningar men satt i stor utsträckning fast i en gammal kultur och var beroende av ett informationsutbud som inte förändrades över en natt.

Marknaden för seminarier, konferenser och kurser inom fastighetssektorn tog fart vid mitten av 1980-talet. Merparten av programinnehållet var relaterat till värderingsteknik och aktuella

marknadsförhållanden. Suget efter kunskap inom ett ämne som fastighetsekonomi var stort och KTH kunde etablera en omfattande utbildning på civilingenjörsnivå där studenterna efter examen tillhörde de mest välbetalda på arbetsmarknaden. 1980-talets utbud av information kan ses i relation till dagens situation med ett omfattande informationsutbud, där de viktigaste aktörerna, utan prioritetsordning, är följande:

- > Riksbanken med sina stabilitetsrapporter som inrymmer makroanalyser där fastighetsmarknaden är en stor och viktig del av samhällsekonomin.
- > *Svenskt Fastighetsindex* förser den svenska och internationella marknaden med avkastningsdata och benchmarkinformation i ett längre tidsperspektiv bakåt.
- > Internationella och svenska konsulter, som JonesLangLaSalle, DTZ och NewSec, ger ut kvalificerade nyhetsbrev som beskriver allt från fundamenta i samhällsekonomin till aktuella vakanser och hyresnivåer på nordisk och europeisk nivå.
- > Seminariearrangörer och tidningsredaktioner som *Fastighetsvärlden* och *Fastighetsnytt* följer fortlöpande utvecklingen på fastighetsmarknaden.
- > Företag som Datcha, Svefa och Ljungqvist förser marknaden med datorbaserad och lättillgänglig information.

I efterhand kan vi konstatera att denna typ av information inte fanns på 1980-talet. Det väcker naturligtvis frågan om fastighets- och bankkrisen kunde ha fått ett annat förlopp om annan information varit tillgänglig? Frågan är hypotetisk, men ger underlag för en diskussion om vilken information som bör finnas i olika marknadssituationer och hur informationen bör utformas och tolkas i situationer när det sker stora förändringar i de institutionella förutsättningarna.

Värderarna och deras roll

I de flesta formulerade etiska regler för fastighetsvärderare runt om i världen sägs att värderaren alltid ska vara »oberoende och självständig då han/hon genomför ett externt värderingsuppdrag«. ¹⁴ Det är ett på papperet till synes enkelt åtagande, men i praktiken

svårt att fullständigt leva upp till. Anledningen är att kåren av värderare är ytterst liten. Ett fåtal företag är mer eller mindre dominerande vilket skapar relationer mellan uppdragsgivaren och uppdragstagaren. Möjligheten till ömsesidig påverkan är särskilt stor om fastighetsmarknaden inte är likvid och transparent. Den modernare forskningen pekar på detta problem, men säger generellt inget om huruvida värderingsutlåtanden systematiskt kan avvika från en i någon mening riktig nivå.

En vanlig diskussion på 1980-talet avsåg om värderaren enbart skulle uttala sig om ett sannolikt pris (marknadsvärde), eller också ge råd till uppdragsgivaren? Ser vi utvecklingen över tiden så var värderingsföretagen på 1980-talet fortfarande i stor utsträckning svenska företag som enbart levererade utlåtanden om fastigheternas marknadsvärden. I början av 2000-talet tillhör de stora traditionella värderingsföretagen internationella koncerner som får större delen av sina intäkter genom analys, rådgivning och transaktioner. Renodlad fastighetsvärdering är en mogen tjänst med låga vinstmarginaler.

Vissa företag ansågs på 1980-talet värdera högre än andra och vissa använde sig av omoderna metoder i form av räntabilitetsmetoder. Det finns dock ingen forskning som visar »träffbilden« för bedömda marknadsvärden från den tiden och för bedömda marknadsvärden i relation till noterade priser. Analyser från början av 2000-talet visar att även på stabila marknader med god information är en variation på +/- 10 procent mellan olika värderare inte ovanlig,¹⁵ men också att bedömt värde och pris i huvudsak sammanfaller i genomsnitt för större bestånd av fastigheter.

Analyser av hur utlåtandena om marknadsvärde utformades¹⁶ visar att det under senare delen av 1980-talet var vanligt att värderaren inte uttryckte något om osäkerheten i angivet marknadsvärde. Efter det att fastighetskrisen var ett faktum kompletterades ofta värdeangivelsen med ett osäkerhetsintervall. Den förändringen i presenterad information kan tolkas som att värderarna under senare delen av 1980-talet bidrog till att skapa en bild av »säkra marknadsvärden«. Det förfarandet tillämpades också i övriga delar av Västeuropa och de i Sverige tillämpade osäkerhetsintervallen från början av 1990-talet är tämligen unika i ett europeiskt perspektiv.

Betraktar vi fortfarande senare delen av 1980-talet kan vi konstatera att vissa fastighetsföretag lät värdera sina fastigheter fyra gånger per år. Motivet var att bekräfta en värdestegring som översteg det negativa kassaflödet. De stigande värdena användes för ytterligare belåning och i värderingsprocessen kunde flera företag delta. Det marknadsvärde som presenterades utåt kunde vara ett genomsnitt eller det högsta från tre à fyra värderingsföretag. Frekvensen av detta förfarande är dock inte känd.

Värdering för Bankstödsnämnden¹⁷

Med ett övergripande perspektiv kan man i efterhand dra följande lärdomar från krisen i början av 1990-talet: I början av ett skede är det svårt att få grepp om vad som händer, förvirringen är stor. När det blir mer allmänt accepterat att något hänt vidtar en omfattande förnekelse: »Det har inte hänt och framför allt drabbar det inte mig.« Efter förnekelsen vidtar räddningsaktionerna – det gäller att komma ur positionerna. Genom denna process går som en röd tråd bristen på information och transparens.

Som en del av räddningsaktionerna bildades den statliga Bankstödsnämnden 1992 med syfte att rekonstruera nödlidande banker. Relativt snabbt blev det klart att räddningsprocessen förutsatte en omfattande fastighetsexpertis eftersom de underliggande säkerheterna för nödlidande lån i stor utsträckning bestod av fastighetstillgångar. På min inrådan till Bankstödsnämnden bildades då på våren 1993 en grupp med analytiker och värderare som blev direkt underställda Bankstödsnämnden. Gruppen tog sig namnet Valuation Board och utarbetade en värderingshandledning (Valuation Guidelines). I den angavs metodik och vissa referensvärden för centrala parametrar. Det helsvenska Valuation Board kom att arbeta parallellt med ett 100-tal internationella konsulter från främst Arthur Andersen, Crédit Suisse First Boston och McKinsey.

Undertecknad fick av Bankstödsnämnden en fristående roll som rådgivare. I den ingick bland annat att göra prognoser för fastighetsmarknaden och dessutom godkänna de värderingsmodeller som bankerna skulle använda sig av vid värdering av de fastigheter som togs över.

Med perspektiv på bildandet av Valuation Board och hela värde-

ringsprocessen gavs ett betydande inflytande till ett begränsat antal personer. Ett inflytande som inte var helt uppenbart från början av processen, men som blev helt klart när bankernas fortlevnad som självständiga banker i stor utsträckning kom att handla om hur de underliggande säkerheterna för nödlidande lån skulle värderas.

Den första uppenbara observationen från värderingsprocessen var att bankerna inte hade ett informationssystem som enkelt kunde identifiera vilka underliggande säkerheter som fanns för lån där låntagaren inställt betalningarna. Det dröjde flera månader innan bankerna kunde presentera information om underliggande säkerheter. Det fanns en uppenbar informationsbrist som bankerna till en början inte ville kännas vid.

Den andra observationen avsåg också brist på tillförlitlig information från fastighetsmarknaden. Anledningen var att likviditeten på fastighetsmarknaden var låg och handeln med fastigheter ändrade under åren 1991–1994 karaktär. En stor och delvis svåridentifierad del av transaktionerna kom att avse olika former av räddningsaktioner mellan närstående företag/personer. Detta kan illustreras med att en oproportionerligt stor del av transaktionerna gav prisnivåer i paritet med bokfört värde.

Eftersom det fanns en uppenbar brist på information från fastighetsmarknaden kom den metod som anvisades för värdering av olika avkastningsobjekt att ha normativa drag. Intervall angavs därför för olika parametervärden i den förordade kassaflödeskalkylen, vilket föranledde omfattande diskussioner mellan å ena sidan värderare och å andra sidan företrädare för bankerna. Diskussionerna rörde främst centrala antaganden om hyres- och vakansnivåer samt kalkylränta. Osäkerheten om framtiden gav utrymme för en form av förhandlingar om parametervärden.

Värderingarna av underliggande säkerheter för nödlidande lån följde en strikt process. Värderingar från ett tjugotal särskilt utvalda värderare utfördes under förutsättning att de anslöt sig till Valuation guidelines. Värderingarna granskades och godkändes/underkändes av Valuation Board. Ofta låg bedömda värdenivåer på 80 à 90 procent av vad bankerna uppfattade vara den »rätta nivån«.

I diskussionerna med bankerna om värderingsprocessen före-

kom främst två alternativa värdebegrepp: Kostnadsbaserade marknadsvärden och långsiktiga avkastningsbaserade marknadsvärden. Argumenten för de kostnadsbaserade värdena hade sin grund i ekonomisk teori. Förenklat fördes följande resonemang: På marknader i jämvikt finns alltid en korrelation mellan kostnader och marknadsvärden. Situationen 1993 kunde inte ses som normal och restvärdet i en kassaflödeskalkyl måste kunna sättas till produktionskostnaden med reduktion för viss avskrivning.

Ser vi på denna diskussion i efterhand så fanns det visst fog för resonemanget. Ingen kunde dock 1993 förutse att fastighetsmarknaden redan ett par år senare skulle vara inne i en kraftig återhämtning. Den allmänna tron var att fastighetskrisen skulle bli utdragen. Ett tidsspänn på tio till femton år nämndes i flera sammanhang.

Långsiktiga avkastningsbaserade marknadsvärden hade också sin grund i ekonomisk teori. På lång sikt ska avkastningskrav och driftnetton anta normala nivåer som ger marknadspriser vilka överstiger de som noteras för tillfället. Resonemanget byggde på att man borde bortse från den tillfälliga prisnedgången och agera som om värdena låg på en högre nivå.

Den mest omfattande diskussionen rörde egentligen inte principerna som sådana utan till vilken nivå fastigheterna övertagna som säkerhet för lån skulle värderas. Nivåbestämningen slog direkt in i bankernas balansräkning och det handlade direkt om överlevnad för ett antal banker.

1990-talets konsolidering av värderingsprinciper

Den senare delen av 1990-talet har inneburit en förnyelse av den svenska fastighetsmarknaden. Likviditeten har ökat väsentligt till följd av ett flertal faktorer:

- > De stora fastighetsbestånd som samlades i bankernas obeståndsbolag har successivt omfördelats.
- > Svenskt fastighetsindex och annan marknadsinformation har gett underlag för ett ökat ifrågasättande av de egna fastighetsbestånden.
- > Det ledande organisatoriska paradigmat har de senaste åren varit fokusering och renodling.

- > Utländska investerare har i stor utsträckning lockats till den svenska fastighetsmarknaden.

Den ökade likviditeten och transparensen har bidragit till att fastighetsvärderarens roll delvis förändrats. Marknadsanalysen, marknadspositioneringen, insamlingen av grunddata och rådgivningen i investeringssituationen har blivit viktigare än det formella värderandet. Fastighetsvärderaren har alltmer blivit en informationskonsult och det tidigare manuella sammanställnings- och analysarbetet övertagits av expertsystem. Det formellt åsatta värdet har framför allt en funktion av att skapa legitimitet.

I ett specifikt annat sammanhang stärks dock värderarrollen när nya internationella redovisningsregler säger att börsnoterade företag från och med 2005 ska ange marknadsvärden i sina balansräkningar. Det är då exempel på en institutionell förändring, som på en cyklisk fastighetsmarknad kan få stora ekonomiska konsekvenser för fastighetsföretagen och ställer stora krav på konsistensen i fastighetsvärderingar.

Den övergripande förändringen för värderarkåren ligger i tre andra faktorer. För det första är värdering en mogen tjänst som inte medger några stora förtjänster. Att göra entré på den marknaden är svårt och det finns betydande skalfördelar som verkar för stora företag. För det andra sker en snabb internationell standardisering av värderingsförfaranden. Det innebär också att marknadsbevakningen är global och att det alltid finns en referensram till den specifika svenska marknaden. Det kan förväntas ha en dämpande effekt på olika former av avvikande beteenden och skapa en form av normer för referensvärden till fastighetsmarknaden. Om det ska uppfattas som en garanti för att vi framtiden inte får några fastighetskriser må vara osagt. Kriser karakteriseras i regel av nya och okända förlopp.

En tredje faktor är att olika former av expertsystem successivt ersätter det tidigare manuella arbetet. Stora delar av värderingsarbetet för småhus utförs med automatiska rutiner och samtidigt bedöms också värden för kommersiella fastigheter och fastighetsföretag enligt modeller med stora inslag av automatik.

Slutsatser

Med snart 15 års perspektiv på fastighets- och bankkrisen är det möjligt att dra några slutsatser om fastighetsvärderarnas roll i ett ekonomiskt förlopp. De viktigaste slutsatserna kan formuleras på följande sätt:

- > Nyckelord är likviditet och transparens. På en likvid fastighetsmarknad där information av hög kvalitet flödar fritt kan fastighetsvärderarna som grupp inte självständigt, eller tillsammans med investerare, skapa en nivå för marknadsvärden som avviker från vad övriga aktörer finner är rimligt.
- > På 1980-talets marknad, som saknar referensram i modern tid, bidrar värderarna till legitimitet för marknadsvärden som nivåmässigt är ohållbara på lång sikt. Grunden för detta är ett omfattande tillflöde av kapital i kombination med brist på alternativa investeringar och relevant information.
- > På en snabbt stigande marknad får ny metodik som datorbaserade ortsprisanalyser och kassaflödeskalkyler ett stort inflytande på sätten att både tänka och räkna.
- > I ett snabbt byte av institutionellt ramverk saknar de dominerande aktörerna referensramar för agerandet. Något liknande har inte hänt förr och uttolkningen av nya förutsättningar sker enligt gamla modeller. Dessutom är informationsutbudet inte omedelbart anpassat till en ny situation vilket ger ofullständiga beslutsunderlag.
- > På en likvid marknad med god information kan investerare och långivare enkelt göra sina egna värderingar och beslutsunderlag. På en icke likvid marknad med bristande information är informationen assymetrisk. Makten över informationen glider över till fastighetsvärderarna och andra typer av fastighetskon-sulter.

Även i framtiden kommer svängningar på fastighetsmarknaden att ha återverkningar på det finansiella systemet. Vi kan också med stor säkerhet säga att nästa kris inte kommer att utspelas med samma förlopp som den senaste fastighets- och bankkrisen. Det bästa mot-

medlet mot omfattande kriser med återverkningar på samhällsekonomin är öppenhet i informationsutbudet som stävjar flockbeteenden. Ett annat motmedel med samma innebörd är att skapa förutsättningar för en likvid fastighetsmarknad. En sådan skapas om transaktionskostnaderna är låga och aktörerna har från varandra fristående intressen.

En allt närmare integration med Europa och världssamfundet kommer att innebära mer eller mindre tvära kast i det institutionella ramverket. En lärdom från fastighets- och bankkrisen är att anpassade kulturer och beteenden inte kommer över en natt. Exempelvis får bankerna enligt de nya så kallade Baselreglerna möjlighet att utveckla alternativa kreditvärderingssystem. Nya metoder att värdera risk måste då åtföljas av ny kompetens och en utvecklad marknad för information.

Ny teknik med stora inslag av expertsystem och stora anonyma databaser utgör en fara i sig om hanteringen av information utförs okritiskt. I vissa marknadslägen kan automatiska prognoser förstärka flockbeteenden och bidra till finansiell instabilitet.

Noter

1. Priserna kan också uppfattas vara alltför höga i relation till avkastningen. Den uppfattningen bredde ut sig i mitten 1970-talet avseende lantbruksfastigheter. Konsekvensen av detta blev att en prisreglering infördes där en »normal avkastning« skulle styra transaktionspriset.
2. I slutet av 1990-talet har ett stort antal artiklar skrivits om begreppet osäkerhet vid fastighetsvärderingar, till exempel Crosby (2000).
3. Svenskt Fastighetsindex (www.fastighetsindex.se) representerar fastighetsvärden för drygt 200 miljarder kronor och presenterar detaljerad information om fastigheternas avkastning på kort och lång sikt. Som underlag för Fastighetsindex finns sedan 1997 en värderingshandledning som i viss utsträckning har samma uppläggning som den värderingshandledning (Valuation guidelines; PM 1993-10-07) som utarbetades inom ramen för Bankstödsnämndens verksamhet.
4. Ett antal Internationella organisationer har under 1990-talet på olika sätt arbetat med likriktning av värderingsmodeller. Exempel på organisationer är IVSC (International Valuation Standards Committee), IASB (International Accounting Standards Board), TEGoVA (The European Group of Valuers' Associations) och European Mortgage Federation.
5. Vill man ha ett vidare perspektiv på värderingsförfaranden över tiden kan man läsa Persson (1994).
6. I framför allt den amerikanska litteraturen diskuterades hur räntabilitetsmo-

- dellerna kunde anpassas till en situation med höga räntor och hyrestillväxt. Anpassningsförsöken upphörde när den flexibla kassaflödesmodellen accepterades för bedömning av marknadsvärden.
7. Det kan noteras att en motsvarande diskussion finns på 2000-talet. Uppföljningen av värderingar gjorda för *Svenskt Fastighetsindex* visar att värderarna systematiskt felbedömer ingående parametrar i kassaflödesmodellen – men slutresultatet blir »rätt«! Skillnaden mot 1970-talet är dock att de flesta värderare vet vad de gör, medan man på 1970-talet knappast var fullt medveten om räntabilitetsmodellernas tekniska uppbyggnad och kalkylräntans roll.
 8. Bo Nordlund utvecklar begreppet referensvärde i sin lic. avhandling (2004). Nordlund utvecklar referensvärdet som en historisk relation mellan olika typer av fundamenta och marknadsvärdet.
 9. Kicki Björklund och Bo Söderberg (1998) illustrerar fastighetsbubblan med kalkylerade bruttokapitaliseringsfaktorer. De konstaterar att bruttokapitaliseringsfaktorn för bostäder i Göteborg och Stockholm i stort sett fördubblas under tiden från 1980 till 1990.
 10. Exemplet är hämtat från Bankstödsnämndens slutrapport 1994-03-16.
 11. I vissa fall var också det egna kapitalet minimalt och lånefinansieringen hade redan i utlåningsskedet intagit en position som riskkapitalist och stark presumtiv ägare till fastigheten vid ett obestånd.
 12. Jaffe (1994).
 13. Mats Rönnberg (2002), där han utförligt beskriver bostadsbubblans effekter.
 14. Direkt citat från *God värderarsed* utformad av Samfundet för fastighetsekonomi.
 15. Mahdi Mokrane är en av flera forskare som intresserat sig för relationen mellan utförda värderingar och betalt pris. I en stort upplagd studie baserad på data från olika länders fastighetsindex finner han att det i huvudsak är en god överensstämmelse mellan pris och bedömt värde. I enskilda värderingar kan dock avvikelserna vara stora, se IPD (2002).
 16. Ekelid med flera (1998) utför en analys av hur man i värdeutlåntanden behandlat osäkerheten i uppskattningen av marknadsvärdet. Lind (1998) relaterar fastighetsvärderingarna till diskussionen om förekomsten av en fastighetsbubbla.
 17. Det förfarande som tillämpades beskrivs i detalj i Bankstödsnämndens slutrapport *ibid*. Där framgår också vilka som bemannade Valuation Board. Heltidsanställda var Dag Klerfelt som sekreterare och Eva Eriksson som samordnare. Hovrättsrådet Bertil Hall fungerade som ordförande.

Referenser

- Bankstödsnämndens slutrapport 1994-03-16, »Värdering av fastigheter i bankstödsprocessen«.
- Björklund, Kicki och Bo Söderberg (1998), »Property Cycles, Speculative Bubbles and the Gross Income Multiplier«. Working paper nr 24, Bygg- och fastighetsekonomi, KTH.
- Crosby, Neil (2000), »Valuation Accuracy, Variation and Bias in the Context of

- Standards and Expectations«. *Journal of Property Investment and Finance*, Vol. 18, No. 2, s. 130–161.
- Ekelid, Mats, Hans Lind, Erik Persson och Stellan Lundström (1998), »Treatment of uncertainty in appraisals of commercial properties: Some evidence from Sweden«, *Journal of Property Valuation and Investment*, Vol. 16, No. 4, s. 386–397.
- IPD (2002), »Valuations – standards, accuracy, consistency. IPD European Property Strategies Conference, 2002«.
- Jaffe, Dwight (1994), *Den svenska fastighetskrisen*, SNS Förlag, Stockholm.
- Lind, Hans (1998), »Bubblor och beslutsunderlag: Fastighetsvärderingar under boomen 1985–1990«. *Ekonomisk Debatt* Vol. 26, No. 1, s. 31–41.
- Nordlund, Bo (2004), »Reference value of commercial real estate«, i »Essays in property valuation and accounting«, Rapport M:62, Bygg- och fastighetsekonomi, KTH.
- Persson, Erik (1994), »Begrepp och metoder vid fastighetsvärdering – Värderingslabyrinten, en historisk översikt över värderingsteorier och värdebegrepp«. Bygg- och fastighetsekonomi, KTH.
- Rönnerberg, Mats (2002), »Staten fick Svarte Petter: en ESO-rapport om bostadsfinansieringen 1985–1993«, Ds 2002:9.
- Valuation guidelines; PM 1993-10-07.



BYGGAREN.

Ronald Fagerfjäll

Reinhold Gustafsson: »Detta kan vi lära av fastighetskrisen«

Många kommer fortfarande ihåg fastighetsbolaget Reinhold som 1988 var börsens fjärde aktiebolag på bygg och fastighetslistan, mindre än Skanska, Hufvudstaden och Lundberg men jämstort med JM. Bolaget hade börsintroducerats 1982 och hamnat mitt i den fastighetshausse som tog fart från 1986, aktien steg på några år med 260 procent. Från börsnoteringen blev det till och med en 15-faldig värdestegring.

Det var ett respektabelt bolag på alla sätt. Byggmästaren Reinhold Gustafsson, som räknades bland landets miljardärer med en fjärdedel av aktiekapitalet, hade en gedigen karriär bakom sig. Den som byggt Arlandas Terminal 5, Stockholms universitet, Riksbanken och Berwaldhallen kan ju sägas ha en viss tyngd som byggare.

I styrelsen satt också kända finansmän som Skandias VD Björn Wolrath, SPP:s finanschef Nils-Axel Frisk och en av S-E-Bankens vd:ar Sven-Erik Ragnar. Den senare blev till och med vd i företaget. De flesta av landets seriösa ägare fanns i aktieboken, till och med den försiktige privatinvesteraren och fastighetsgurun Laszlo Szombatfalvy.

Det var helt enkelt omöjligt att föreställa sig att detta bolag bara fyra år senare, 1992, skulle vara försatt i konkurs. Vad var det egentligen som hände?

»Jo skattesatserna ändrades det här året för ägare av börsaktier. Det skulle helt enkelt inte gå att överföra bolaget till nästa generation på ett rimligt sätt om vi var kvar på börsen. Självt hade jag ju hunnit bli 68 år och det var dags att börja trappa ned«, säger Reinhold Gustafsson år 2005.

Lösningen på arvsproblemet skulle bli ett utköp från börsen. Redan i juli detta år löste byggmästaren via familjebolaget R G Husvård ut de externa ägarna för 2,8 miljarder kronor, ett bud sockrat med 20 procent i förhållande till den redan uppdrivna börskursen. Året efter såldes hälftenandelen i Reinhold International till Skandia och den 65-procentiga andelen i O-listenoterade Reinhold City. När alla finansieringsturer var klara var familjebolaget fortfarande högbelånat men inte värre än att räntebörden skulle gå att hantera på nivån 8–9 procent. Mycket högre än så kunde inte räntan bli mer än några enstaka år, trodde företagsledningen.

»Men tidpunkten var den olyckligast tänkbara. Inte ens experterna i vår ledning förstod vad som hotade. Hade vi bara dröjt lite till hade vi nog avstått från affären«, säger Reinhold Gustafsson.

För då kom negativa händelser slag i slag för fastighetsvärdena. Ett nytt skattesystem föreslogs av finansminister Kjell-Olof Feldt i november 1988. Utredningen var klar redan på sommaren 1989 och förslaget genomfördes under stor hast 1990. Det skulle inte längre bli skatteeffekter på 50 procent som när räntor drogs av mot inkomster. I fortsättningen fick de bara kvittas mot kapitalinkomster. Den verkliga realräntan steg därför dramatiskt för högbelånade privatinvesterare när ett inflationsdrivande system reformerades.

Det var ett hugg mot hela fastighetsbranschen även om fastighetshausen främst var företagsfinansierad. Börsens fastighetsindex sjönk med 30 procent under 1989. I februari kom ovan på detta en första räntechock och i oktober en andra från Riksbanken. Bankernas dagslåneränta höjdes ända till 17 procent för att skydda kronan mot spekulanter.

Att regeringen i det läget dessutom höjde fastighetsskatten på kommersiella lokaler i samband med krispaketet i oktober visar hur litet beslutsfattarna egentligen såg av den helvetesklyfta som nu öppnade sig. Plötsligt framstod alla toppåren i fastighetsbranschen som närmast värdelösa. En rad företag som placerat korta pengar i så kallade bankcertifikat i finansbolaget Nyckeln insåg den här hösten att de gjort katastrofala affärer. Nyckeln ställde in betalningarna i december. Och på självaste julafton bytte regeringen ut ledningen för Nordbanken.

»Jag började kanske ana att en katastrof var på gång men jag

kunde inte föreställa mig att jag skulle förlora hela bolaget«, säger Reinhold Gustafsson. »Fastigheter sjunker i värde när räntan går upp men de kommer tillbaka igen efter några år. Det hade jag lärt mig under mina över trettio år i branschen. Det gäller att övervintra och bankerna skulle säkert hjälpa mig, det var jag naiv nog att tro. Jag hade ju bra ställning i branschen och vd Sven-Erik Ragnar hade förstklassiga kontakter med sina tidigare kollegor i S-E-Banken. Själv träffade jag tidigt styrelseordföranden Curt Olsson för att hitta en väg att undvika konkurs.«

Ingen är för gammal för att lära sig något nytt. Vid 71 års ålder fick Reinhold Gustafsson under 1991 lära sig vad som händer när skrällen börjar regera i bankvärlden och alla samarbetsprojekt brister.

»Jag har läst i Lars-Erik Thunholms bok om hur bankerna i samarbete kunde rädda det mesta i samband med bankkrisen år 1921. Men här räddades inget. Jag upplevde att de högsta ledningarna stod maktlösa när kredithandläggare längre ned i organisationerna brutalt jagade in pantbrev för att rädda sin egen situation.«

Samtalen pågick ett år och kontakter med både Finansinspektionen och Riksbanken övertygade honom om att det inte fanns någon överhuvudtaget med överblick eller någon sorts kontroll. Kaos regerade och den 18 februari 1992 var spelet slut. Familjeföretaget sattes i konkurs och fastigheterna i bolaget försvann sedan, först till bankerna och sedan vidare till andra.

Långt tidigare, före börsnoteringen, hade några av Reinholds fastigheter skiftats ut till barnen och för några år sedan löste han in de sista pantbrev från krisen hos bankerna. Familjen är fortfarande i fastighets- och byggbranschen men i mycket mindre skala. »Vi säger i familjen att vi tittar framåt och inte bakåt«, säger han. I år fyller han 85 år. Men visst sneglar han på börsens fastighetsindex som nu krupit upp i den nivå som rådde vid utköpet 1988.

»Visst tog det lång tid för fastighetsvärdena att komma tillbaka, men det måste finnas bättre sätt att finansiera över räntekriser. Mina gamla fastigheter har ju fått tillbaka sitt värde igen. Visst hade vi kunnat rida ut krisen om vi hade fått finansieringshjälp.«

Vad kan man lära av erfarenheterna från Reinholds katastrof och bankkrisen?

»Det första är myten om fastighetsbubblan. Det var ju ingen bubbla eftersom den höga räntan blev kortvarig. Fastighetsvärdena är ju redan i dag 2–3 gånger krisens nivåer. Räntan betyder oerhört mycket för värderingen men extrema räntelägen kan bara existera några få år.«

»Det andra är att krisen blev så onödigt stor. De politiska och finansiella krafterna tillsammans med näringslivet insåg för sent vidden av problemen. Bankerna samarbetade ju inte. De saknade insikten om att höga räntor är kortvariga. De bedömde inte kundernas framtida förmåga att betala räntor och amorteringar utan var bara ute efter säkerheterna. Bankdirektören Sören Rung, som hade långt förflutet på S-E-banken och var vd för Svensk Fastighetskredit, var den ende från bankerna som hävdade att man skulle ta det lugnt eftersom den höga räntan skulle bli kortvarig. Det som ytterligare förvärrade läget var den negativa publicitet som skapades av värderingsbyråer och fastighetsanalytiker.«

»Det tredje är att man måste ha större krisberedskap hos politiker, näringsliv, fackföreningar och det finansiella systemet. Vi klagar ju på dålig beredskap när det gäller flodvågor och orkaner men det här var en katastrof som var lättare att förutse. Bankerna tog ingen lärdom av de kriser som de tidigare varit med om, särskilt den på 1920-talet.«

Bankerna har kritiserats för alltför hög utlåning men det var inte fel vid utlåningstillfället bara när räntan gick upp på ett onormalt sätt så att fastighetsvärdena sjönk tillfälligt.

När den finansiella marknaden fick Kreugerfrossa så utlöstes »bankpaniken«. Bankerna fick alltför bråttom att ta hem panterna. De stora övervärdena för fastigheterna som ändå fanns kvar fick de sedan hem i dotterbolagen. Bankernas stora förluster i fastighetsmarknaden kan ifrågasättas så här i efterhand, hävdar nestorn bland de svenska fastighetsföretagarna, Reinhold Gustafsson.

Nils-Eric Sandberg

Kalendarium 1873–1994

Viktiga händelser som påverkade kredit- och valutapolitiken

1873

Sverige går med i guldmyntfoten. Som mest ingår 32 industriländer. Guldmyntfoten fungerar i princip som gemensam valuta.

1907

Lågkonjunktur. Kris för fastigheter och banker.

1914

28 juli: Första världskriget bryter ut.

3 augusti: Riksbanken slutar inlösa sedlar mot guld. Därmed upphäver Riksbanken i realiteten guldmyntfoten. Formellt slopas den den 20 mars 1920.

1917

Sverige inför hyresreglering.

1921

Deflation. 26 procent av LO:s medlemmar arbetslösa.

1922

Kreditkassan, ett organ för sanering av nödlidande banker, startas – formellt av de privata bankerna, men i huvudsak med statliga pengar. 1927 tar staten över även formellt.

1923

Hyresregleringen avskaffas med en rösts majoritet i riksdagen.

1924

April: Sverige återinför guldmyntfoten i syfte att stabilisera penningvärdet.

19 september: All time high på Wall Street-börsen. Dow Jones når 381, jämfört med 88 under 1924.

24–29 oktober: Börskraschen på Wall Street. Börjar den 25 oktober; börsen stängs till 27 oktober; fallet fortsätter 28–29 oktober.

1930

17 juli: Kongressen i USA höjer tullarna på ca 900 varor till ca 60 procent.

1931

21 september: England överger guldmyntfoten.

27 september: Sverige överger guldmyntfoten. Kronan faller mot dollarn.

1932

12 mars: Ivar Kreuger begår självmord i Paris.

1933

Kronan knyts till pundet.

1939

1 september: Andra världskriget bryter ut.

18 september: Pundet devalveras med 30,5 procent mot dollarn.

19 september: Sverige inför valutareglering och knyter kronan till dollarn. Kronan devalveras 30,5 procent mot dollarn. Eftersom även andra valutor devalveras blir den svenska handelsvägda devalveringen ca 17 procent.

13 december: Samlingsregering i Sverige.

1942

1 oktober: Hyresreglering införs.

1944

22 juli: Bretton Woods-systemet grundas vid en konferens i New Hampshire. Medlemsländernas valutor ska ha inbördes fasta växelkurser och vara knutna till dollarn, som i sin tur har ett garanterat värde i guld (35 dollar per ounce). Systemet får finansiella reserver genom den nya IMF, Internationella valutafonden.

1945

31 juli: Samlingsregeringen efterträds av en socialdemokratisk regering.

1946

För att bromsa inflation från utlandet beslutar regeringar revalvera kronan med 14 procent mot samtliga valutor.

1948

Regeringen skär ned bostadsbyggandet med 35 procent.

1949

18 september: Regeringen devalverar kronan med 30,5 procent mot dollarn. Den handelsvägda devalveringen blir ca 10 procent.

1951

31 augusti: Sverige inträder i Bretton Woods-systemet och IMF.
1 oktober: Koalitionsregering socialdemokrater–bondeförbundet.

1957

10 juli: Räntekuppen. Riksbanken höjer diskontot från 4 till 5 procent utan godkännande från regeringen. Följden blir att bankfullmäktiges ordförande Per Eckerberg tvingas avgå.
31 oktober: Koalitionsregeringen avgår och ersätts av en socialdemokratisk regering.

1970

29 april: »Idiotstoppet«. Riksbanken försöker minska underskotten i handels- och bytesbalans genom att begränsa bankernas utlåning och skära ned deras checkräkningskrediter till företagen med 20 procent.

September: Socialdemokraterna + vpk vinner första valet till den nya enkammarriksdagen. Därefter höjer regeringen en rad indirekta skatter.

1971

1 januari: Ny skatteskala. Progressiviteten skärps kraftigt. Skattekvoten stiger från 40 till 43 procent av BNP.

1972

21 december: Prisstopp på livsmedel.

1973

13 februari: Dollarn devalveras med 10 procent mot guld.

15 februari: Kronan devalveras mot guld och SDR (Special Drawing Rights i IMF) med 5 procent.

18 mars: Sverige går med som associerad medlem i EG-ländernas valutasamarbete »ormen«. Det innebär att den svenska kronan inte får avvika mer än 2,25 procent upp/ned mot bl.a. D-marken.

20 mars: Vid köp av utländsk valuta ska 10 procent av kronlikviden placeras på räntelöst konto i Riksbanken.

September: I riksdagsvalet blir det jämnt mellan det socialistiska och det borgerliga blocket, som får 175 mandat vardera. Socialdemokraterna behåller regeringsmakten.

5 december: Skattereform. Folkpensionsavgiften på individer ersätts med socialförsäkringsavgift på arbetsgivare och egenföretagare med 3,3 procent.

15 december: Utländska banker får etableras i Sverige endast efter regeringstillstånd, och de får inte ha direkt in- eller utlåning.

1974

- 2 januari: Elransonering.
- 8 januari: Allmän ransonering av olja och bensin.
- 10 januari: Förra detta LO-ordföranden Arne Geijer blir styrelseordförande i den nya statliga PK-banken.
- 25 januari: LO-SAF sluter centralt avtal om lönehöjning med 13 procent.
- 18 mars: LO och SAP ger gemensamt direktiv till nytt sysselsättningsprogram: 400000 nya jobb ska skapas under 1970-talet, finansierade med ny produktionsbeskattning.
- 3 maj: Regeringen föreslår att 20 procent av företagets vinster – »övervinsterna« – avsätts till en särskild arbetsmiljöfond.
- 14 november: Inför 1975 års avtalsrörelse fastställer LO en ram för lönekraven på 20,5 procent.
- Förbudet mot upplåning utomlands upphävs successivt.
- Ny arbetsrättslagstiftning, »Åmanlagarna«. De begränsar arbetsgivarens rätt till uppsägning och ger anställda »förtur« i proportion till deras anställningstid. Lagen kritiserar i den ekonomiska debatten för att skapa inlåsnings effekter.

1975

- 1 januari: Ny bostadspolitik. Paritetslånen slopas och ersätts med direkta räntesubventioner. Statliga lån och subventioner går endast till hus som byggs på kommunal mark (»markvillkoret«).
- 3 april: Första landstingslånet i utlandet. Stockholms läns landsting lånar 100 miljoner D-mark från Westdeutsche Landesbank på 12 år mot 8,75 procent ränta.
- 15 april: Statsanställdas förbund får totalt 27 procent i löneökning 1975–1976.
- 25 april: Centralt avtal mellan LO och SAF. Lönerna höjs totalt drygt 25 procent på två år.
- 27 augusti: LO:s chefekonom Rudolf Meidner föreslår löntagarfonder. Alla större företag ska varje år nyemittera aktier motsvarande 20 procent av vinsten till fackliga fonder. Via dem kommer facket successivt att ta över makten i åtminstone de större företagen.

5 oktober: SAP-kongressen avslår motioner med krav på socialisering av affärsbankerna.

1976

25 mars: Regeringen, LO och TCO gör upp om en provisorisk skattereform för 1977: något sänkt inkomstskatt, ytterligare 3 procentenheter i ökade arbetsgivaravgifter.

9 september: England låter pundet flyta helt fritt, första gången sedan 1930-talet.

19 september: Borgerlig majoritet i riksdagsvalet med 11 mandat.

8 oktober: Thorbjörn Fälldin bildar trepartiregering: centern, folkpartiet, moderaterna. Den första borgerliga regeringen på 44 år.

17 oktober: D-marken revalveras mot övriga ormvälutor, bl.a. mot kronan, med 3 procent.

18 oktober: Kronan devalveras med 3 procent mot D-marken.

3 december: PTK erbjuder sig att dämpa löneökningsskraven om lönerna indexregleras under 1977.

1977

7 mars: Regeringen föreslår stöd till »sysselsättningssvaga« branscher.

4 april: Regeringen devalverar kronan med 6 procent mot D-marken.

26 maj: Två löneavtal blir klara: LO får 11,5 procent i löneökning, PTK får 14,4 procent.

23 juli: 700 000 kommun- och landstingsanställda får 10,5 procent i lönelöft.

29 augusti: Sverige lämnar EG:s valutasamarbete »ormen« och devalverar kronan med 10 procent mot en ny valutakorg. Allmänt prisstopp.

Danmark och Norge devalverar sina valutor mot andra valutor i »ormen«.

17 december: Skatten skärps på småhus: lägsta schablonintäkten höjs från 2 till 3 procent.

1978

- 14 mars: Regeringen inför generell plikt för företag att i förväg anmäla prishöjningar till SPK.
- 10 maj: LO kräver höjda offentliga utgifter och kritiserar ett regeringsförslag om sänkta arbetsgivaravgifter.
- 25 maj: Affärsvärlden redovisar vinsterna för Sveriges 170 största företag. 1976 blev vinsterna 9,3 miljarder kronor, 1977 stannade de vid 200 miljoner kronor.
- 23 september: »Vi ska införa löntagarfonder« lovar Olof Palme när SAP-kongressen startar.
- 30 september: SEB visar att de börsnoterade företagens sammanlagda resultat 1977 blev en förlust på 500 miljoner kronor.
- 5 oktober: Trepårtiregeringen spricker på kärnkraften.
- 13 oktober: Folkpartiet bildar minoritetsregering med Ola Ullsten som statsminister.
- 22 november: Regeringen föreslår att finansbolagen ska ställas under bankinspektionens tillsyn.
- 5 december: EG-länderna beslutar om ett nytt valutasamarbete, EMS (European Monetary System).
- 14 december: Sverige erbjuds delta i EMS, men tackar nej.

1979

- 19 februari: Folkpartiregeringen föreslår ett tak på 85 procent på marginalskatten.
- 4 mars: Regeringen satsar 1,1 miljarder kronor på att rädda bondeskogsföretaget NCB undan konkurs.
- 16 september: Riksdagsval. Borgerlig valseger med 175 mandat mot 174.
- 23 september: D-marken revalveras med 2 procent och danska kronan devalveras med 3 procent inom EMS.
- 28 september: OPEC beslutar höja råolja priserna med 50 procent.
- 12 oktober: Thorbjörn Fälldin bildar ny borgerlig trepartiregering.

1980

- 12 februari: SCB visar att BNP ökade 16 procent under sjuttioalet – dvs. tillväxten blev 1,6 procent per år. Motsvarande siffra under sextioalet var 4,6 procent per år.

- 23 mars: Folkomröstning om kärnkraft. Resultat: linje 1: 18,8 procent; linje 2: 39,4 procent; linje 3: 38,5 procent
9 april: Svenska Varv får 6 miljarder kronor i statligt stöd.
10 juni: Riksdagen beslutar att alla kärnkraftverk ska vara stängda senast 2010.

1981

- 3 mars: LO tackar nej till regeringens inbjudan om överläggningar om marginalskatteerna.
5 mars: TCO tackar nej till samma inbjudan.
9 mars: LO tackar nej till förnyad inbjudan. TCO tackar ja.
22 mars: Italien devalverar med 6 procent.
Mars-april: Budgetministern Rolf Wirtén (fp) gör upp med socialdemokraternas ekonomiske talesman Kjell-Olof Feldt om en skattereform: liten sänkning av marginalskatteerna, och reduktion av avdragseffekten till 50 procent. Detta blir grunden för en överenskommelse mellan folkpartiet, centern och socialdemokraterna. Moderaterna protesterar. Samtliga partier hade inför valet 1979 lovat att inte reducera avdragsrätten.
30 april: Statsminister Thorbjörn Fälldin ger moderaterna ultimatum.
4 maj: Moderaterna lämnar regeringen.
19 maj: Centern och folkpartiet bildar ny regering med passivt stöd av moderaterna. Thorbjörn Fälldin blir åter statsminister.
20 juli: Franska centralbanken sänker räntan på skattkammarväxlar från 18,25 till 17,75 procent som ett led i försöken att sänka räntenivåerna.
31 juli: I sitt tal i Almedalen upprepar Olof Palme sitt löfte att snarast möjligt införa löntagarfonder om socialdemokratin vinner valet.
14 september: Kronan devalveras med 10 procent. Momsen sänks från 23,4 till 20 procent från 1 november. Allmänt prisstopp från 9 november till 1 januari 1982.
31 december: Stockholmsbörsen har stigit 60 procent under året.

1982

- 19 september: Socialdemokraterna och vpk vinner valet. Mp och kds faller under 4-procentsspärren och kommer inte in i riksdagen. Socialdemokraterna bildar ny regering med Olof Palme som statsminister. Kjell-Olof Feldt blir finansminister.
- 8 oktober: Redan innan den nya regeringen formellt tillträtt devalverar den kronan med 16 procent mot korgvalutorna. Momsen höjs. Allmänt prisstopp.

1983

- September: Likviditetskvoterna på bankerna avskaffas. Det innebär att bankerna inte behöver hålla en viss del av sin inlåning i stats- och bostadsobligationer. Bankerna kan alltså realisera sina obligationsportföljer, och därmed öka en mer lönsam utlåning.
- 4 oktober: Bortåt 75 000 personer demonstrerar mot löntagarfonderna.
- December: Riksdagen beslutat införa fem regionala löntagarfonder. Till skillnad från fonderna i Meidners förslag från 1975 ska de inte finansieras med riktade aktieemissioner utan med särskilda skatter.

1985

- 13 maj: Riksbanken upphäver styrningen av bankernas utlåningsräntor.
- September: Socialdemokraterna vinner valet tillsammans med vänsterpartiet kommunisterna. Ny regering bildas i oktober med Palme som statsminister. Socialdemokraterna har ingen egen majoritet, men stöds av vpk.
- 21 november: Novemberrevolutionen – dvs. bankerna avregleras. Taket för bankernas utlåning slopas; straffrättan för bankernas lån i Riksbanken ersätts med räntetrappa.
- Utlåningsregleringen för finansbolag slopas. Av kreditregleringarna återstår placeringsplikt för AP-fonden och försäkringsbolagen, samt valutaregleringen.

1986:

Valutaregleringen börjar avvecklas successivt. Den är nästan helt borta 1 juli 1989, formellt helt slopad 30 juni 1990.

1990

27 oktober: Räntorna har en tredje gång stigit till drygt 15 procent. Regeringen lägger fram ett krisprogram för att lugna kreditmarknaden. Ett av förslagen är att riksdagen ska ansöka om svenskt medlemskap i EG.

1991

21 mars: Riksbanken beslutar, med verkan från 1 april, att slopa kassakraven för finansbolag.

17 maj: Riksbanken beslutar knyta kronan till ecun. Den finns inte som fysisk valuta men fungerar som en valutaenhet som EG-valutorna i EMS är kopplade till.

September: En borgerlig majoritet vinner valet och bildar regering med Carl Bildt som statsminister.

3 oktober: Räntheregleringen för försäkringsbolag slopas. Den sista restriktionen i emissionskontrollen slopas. (Emissionskontrollen innebar att finansinstitut, kommuner och företag som ville låna upp på kapitalmarknaden genom att emittera obligationer måste ha Riksbankens tillstånd. Via detta tillståndstvång styrde Riksbanken hela kapitalmarknaden.)

1992

10 maj: Den statliga Nordbanken har gjort stora kreditförluster. Riksdagen beslutar att staten ska lösa in de privata ägarnas andel i banken, 22,7 procent.

10 september: Riksbanken höjer marginalräntan för lån till banksystemet från 16 till 75 procent, och stärker valutareserven genom att utomlands låna 16 miljarder ecu.

15 september: Riksbanken sänker marginalräntan till 20 procent.

17 september: Riksbanken höjer marginalräntan till 500 procent.

21 september – 2 november: Riksbanken sänker successivt marginalräntan till 50, 40, 24, 20 och 12 procent.

September: Gota Bank inställer betalningarna.

19 november: Valutan strömmar ut ur landet. Riksbanken överger den fasta växelkursen och låter kronan flyta. Kronan faller med nästan 25 procent.

4 december 1992 – 30 april 1993: Marginalräntan sänks successivt från 11,5 till 7,75 procent. Räntorna i penningmarknaden faller efter kronans depreciering.

December: Staten övertar Gota Bank och ger förlusttäckningsgarantier om, till och med 1993, totalt 25 miljarder kronor.

1993

Regeringen föreslår sänkt företagsbeskattning: Enskilda näringsidkare och handelsbolag får samma skatt som aktiebolag; dubbelbeskattningen av utdelad vinst från aktiebolag slopas.

September: Nordbanken övertar Gota Bank. Nödlidande krediter läggs i ett nytt företag, Retriva. Det fusioneras sedan med Securum.

1994

1 juni: Nytt räntestyrningssystem: marginalräntan ersätts av repo-räntan (dvs. den ränta Riksbanken sätter på tillfälliga försäljningar av värdepapper till finansmarknaden); räntetrappan ersätts av en »räntekorridor« med utlåningsränta som tak och inlåningsränta som golv.

September: Socialdemokraterna vinner valet. Ny regering med Ingvar Carlsson som statsminister bildas.

Den socialdemokratiska regeringen upphäver skattelindringen för enskilda näringsidkare och återinför dubbelbeskattning på utdelad vinst från aktiebolag.

Författarna

Ronald Fagerfjäll, författare och medarbetare i bland annat Dagens Industri. Tidigare har han varit chefredaktör för *Affärsvärlden*.

Stellan Lundström, professor i fastighetsekonomi och prefekt vid KTH:s institution för Fastigheter och Byggnad. Han är även föreståndare för KTH:s Centrum för Bank och Finans. I början av 1990-talet var han särskild värderingsexpert knuten till Bankstödsnämnden.

Karl-Henrik Pettersson, tidigare bankman, vd för Första Sparbanken 1982–1991, ekonom och författare. Han har skrivit uppmärksammade böcker på temat ekonomi och samhälle.

Nils-Eric Sandberg, före detta ledarskribent i *Dagens Nyheter* i ekonomiska och filosofiska ämnen och sedan år 2001 frilansskribent och författare. Han har medverkat i ett fyrtiotal böcker om ekonomi, bostadspolitik och filosofi.

Hans Tson Söderström, adjungerad professor i konjunkturanalys och makroekonomisk politik vid Handelshögskolan i Stockholm, var tidigare chef för SNS och är numera arbetande styrelseordförande för IFL vid Handelshögskolan i Stockholm. Han tjänstgjorde som rådgivare till Finlands Bank 1991–1992.

Erik Åsbrink, före detta finansminister, var statssekreterare i Finansdepartementet och ordförande i riksbanksfullmäktige när det avgörande beslutet togs 1985 om att avreglera kreditmarknaden. Han är nu verksam som styrelseledamot i flera företag och som rådgivare och föreläsare.

