

# Penning- och valutapolitik

TIDSKRIFT UTGIVEN AV SVERIGES RIKSBANK



2005:4

S V E R I G E S   R I K S B A N K



# Penning- och valutapolitik

2005:4

PENNING- OCH VALUTAPOLITIK

utges av Sveriges riksbank och utkommer med fyra nummer per år.

ANSVARIG UTGIVARE: LARS HEIKENSTEN

REDAKTION: STAFFAN VIOTTI, KERSTIN MITLID  
OCH INFORMATIONSSSEKRETARIATET

Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm.

Telefon 08-787 00 00.

De synpunkter som framförs i signerad artikel representerar  
artikelförfattarens egen uppfattning och kan inte tas som  
uttryck för Riksbankens syn i berörda frågor.

Prenumeration på samt lösnummer av tidskriften kan beställas via

Riksbankens webbplats [www.riksbank.se/Publicerat/Publikationer/Penning- och valutapolitik](http://www.riksbank.se/Publicerat/Publikationer/Penning-och-valutapolitik)

E-post [forradet@riksbank.se](mailto:forradet@riksbank.se)

Telefax 08-787 05 26

Informationssekretariatet, Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm.

Publikationen utkommer även i en engelsk version,

Sveriges Riksbank Economic Review.



341 123  
Trycksak

# Innehåll

## ■ De senaste tio åren – erfarenheter och slutsatser 5

*Lars Heikensten*

En ny penningpolitik med inflationsmål infördes i Sverige för drygt tio år sedan. Samtidigt inleddes en koncentration på huvuduppgifterna – penningpolitiken och den finansiella stabiliteten – samt ökad öppenhet gentemot omvärlden. I denna artikel redovisas översiktligt några erfarenheter och slutsatser.

## ■ Penningpolitik och arbetslöshet 15

*Villy Bergström och Robert Boije*

I debatten om penningpolitikens effekter på arbetslösheten har hävdats att 50 000 till 70 000 fler personer blivit arbetslösa, att penningpolitiken bedrivits asymmetriskt och att den stabiliseringspolitiska regimen med valet av inflationsmål i sig har lett till en högre arbetslöshet. Detta bygger på orealistiska antaganden och felaktiga förväntningar om vad penningpolitik kan åstadkomma och riskerar att dölja behovet av strukturella åtgärder som på sikt har långt större betydelse för utvecklingen på arbetsmarknaden.

## ■ The future relationship between financial stability and supervision in the EU 50

*Eva Srejber och Martin Noreus*

Financial stability, supervision and regulatory design have traditionally been the responsibility of national central banks, supervisory authorities and governments. These regimes are now being challenged by globalisation. To cope with this it is necessary for the authorities involved to focus on their core tasks and to invent new ways to perform those tasks. In the long term, the logical step would be to create a European Financial Supervisor.

## ■ Den svenska marknaden för likviditetsutjämning 63

*Pia Kronstedt Metz*

Banker lånar stora kronvolymerna för egen eller kunders räkning. Orsaken är att bankernas och kundernas dagliga betalningsströmmar tidsmässigt inte balanserar. Riksbankens räntestyrningssystem påverkar bankernas prissättning på lån och placeringar i kronor. Här beskrivs hur marknaden för likviditetsutjämning fungerar, vilka finansiella kontrakt som används och utifrån vilka utgångspunkter kontrakten prissätts.

- Notis 88
- Kalendarium 89
- Avgivna yttranden 91
- Tabeller 97
- Tidigare utgivna artiklar 106

# ■ De senaste tio åren – erfarenheter och slutsatser

AV LARS HEIKENSTEN  
Lars Heikensten är riksbankschef.

---

*En ny penningpolitik med inflationsmål infördes i Sverige för drygt tio år sedan. Riksbankens ledning lade vid samma tid fast en kurs för organisationen som innebar att banken skulle sträva efter att koncentrera sig på huvuduppgifterna: penningpolitiken och den finansiella stabiliteten. Riksbanken skulle också sträva efter att öka öppenheten gentemot omvärlden. I denna artikel – som bygger på ett anförande som hölls vid mitt sista framträdande som riksbankschef inför finansutskottet den 20 oktober 2005 – sammanfattar jag översiktligt några erfarenheter från de gångna tio åren.*

## Utvecklingen de senaste tio åren

Som alla säkert kommer ihåg drabbades vårt land av en djup ekonomisk kris i början av 1990-talet. Denna kris skulle på ett mer allmänt plan kunna beskrivas som en dramatisk slutpunkt på nästan tjugo års stabiliseringspolitiska problem. Den svenska ekonomin hade kännetecknats av en ohållbar kostnadsutveckling som hade sitt ursprung i pris- och löneökningar som hela tiden kom på kollisionskurs med den fasta växelkursen. Resultatet blev en rad devalveringar, blygsam tillväxt, dålig produktivitet-utveckling och mer eller mindre stillastående reallöneökningar för löntagarna. Utvecklingen var påfallande svag både jämfört med tidigare perioder och i förhållande till andra länder. Under krisåren förvärrades situationen ytterligare. Arbetslösheten fyrdubblades inom loppet av några år och statsfinanserna försämrades dramatiskt. Ränteläget steg okontrollerat och räntedifferensen mot Tyskland – dåtidens rättesnöre – uppgick tidvis till flera procentenheter.

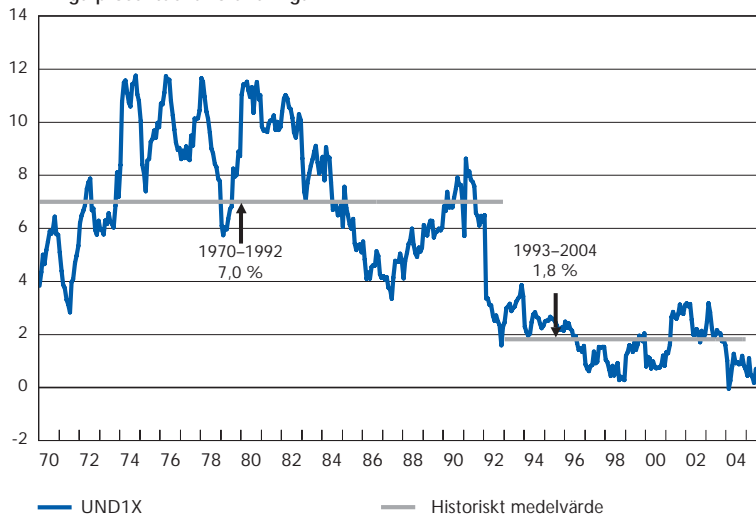
I början av 1990-talet drabbades vårt land av en djup ekonomisk kris.

## GODA RESULTAT

I dag, drygt tio år efter krisen, är läget ett helt annat.

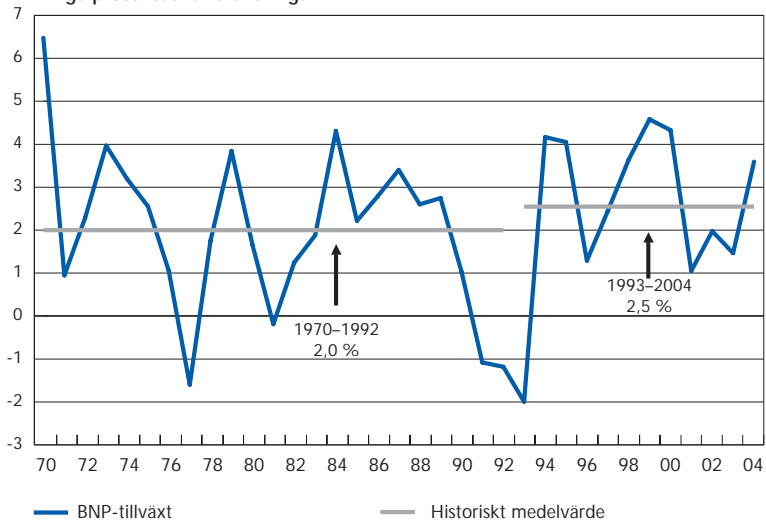
Idag, drygt tio år efter krisen, är läget ett helt annat. Den nya inriktningen av stabiliseringspolitiken – som omfattade avgörande förändringar i upp-läggningen av både finanspolitiken och penningpolitiken – har lett till att inflationen numera håller sig relativt stabilt runt målet om en inflationstakt på 2 procent (se diagram 1). Den lägre inflationstakten har inte varit förknippad med en svagare utveckling av produktionen, snarare tvärtom. BNP-tillväxten har i genomsnitt varit ungefär en halv procentenhet högre per år det senaste decenniet än de två tidigare och även de realekonomiska svängningarna verkar ha minskat (se diagram 2). Produktivitetstillväxten har varit överraskande stark, starkare än i resten av EU, och de flesta verkar idag vara överens om att den långsiktiga produktivitetstillväxten, och därmed den potentiella tillväxten i ekonomin, har höjts. Reallönerna har också förbättrats påtagligt; sedan 1995 har de i genomsnitt ökat med ungefär 2,5 procent per år, jämfört med knappt 1 procent i genomsnitt under 1970- och 1980-talet (se diagram 3). Sysselsättningsutvecklingen har inte varit fullt lika bra, men det förtjänar ändå att påpekas att situationen idag är betydligt bättre än den var i mitten av 1990-talet. Vid den tiden var det vanligt med bedömningar som tydde på att arbetslösheten skulle kunna bita sig fast runt 8 procent.

Diagram 1. Inflation mätt som UND1X och historiska medelvärden  
Årliga procentuella förändringar



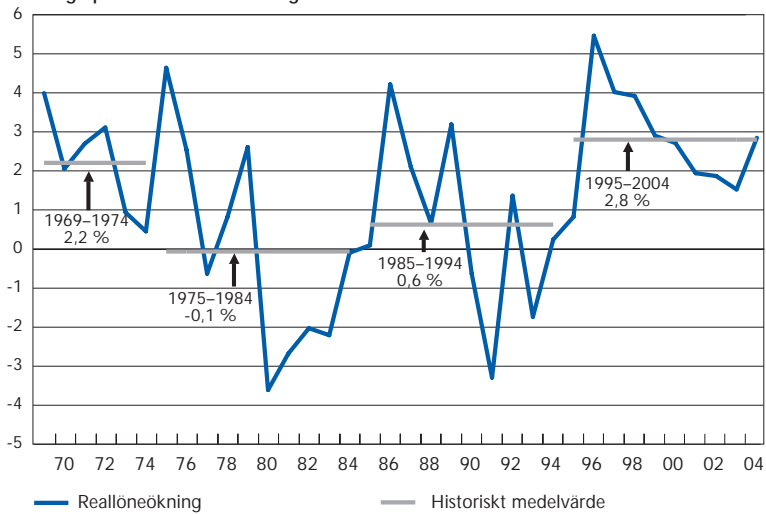
Källor: Statistiska centralbyrån och Riksbanken.

Diagram 2. BNP-tillväxt och historiska medelvärden  
Årliga procentuella förändringar



Källa: Statistiska centralbyrån.

Diagram 3. Reallöneökning och historiska medelvärden  
Årliga procentuella förändringar



Källor: Medlingsinstitutet, Statistiska centralbyrån och Riksbanken.



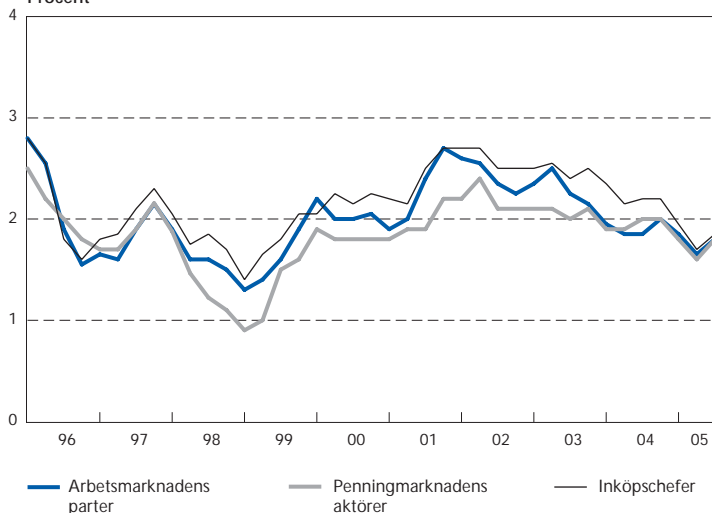
De förhållandevis goda statsfinanserna har varit en stor styrka för vårt land under de senaste tio åren.

Vi som var med under krisåren vet att den här utvecklingen ingalunda var självklar. Att en omläggning av stabiliseringspolitiken kom till stånd är kanske i sig inte så förvånande mot bakgrund både av allvaret i den dåvarande situationen och av de krav som ställdes från en omvärld med fria kapitalrörelser. Men den beslutsamhet och snabbhet med vilken förändringarna genomfördes är något som fortfarande lyfts fram när jag talar med kollegor utomlands. Jämfört med andra länder är det kanske framförallt förändringarna inom finanspolitiken som gör att Sverige utmärker sig trots att gränserna för det finanspolitiska ramverket tånjts en del under senare år – inflationsmålpolitik bedrivs ju numera i ett tjugotal länder världen över och det finns också andra skäl än inflationsmålpolitiken som bidragit till lägre prisökningar globalt. De förhållandevis goda statsfinanserna har varit en stor styrka för vårt land under de senaste tio åren. Kraven skärps nu om Sverige ska klara utmaningarna med en åldrande befolkning framöver.

Med något enstaka undantag har lönebildningen i Sverige sedan mitten av 1990-talet fungerat bra.

Mer överraskande i positiv bemärkelse har kanske lönebildningen varit. Det är inte så länge sedan den svenska lönebildningen i ekonomkretsar brukade lyftas fram som ett varnande exempel för omvärlden. Men med något enstaka undantag har lönebildningen i Sverige sedan mitten av 1990-talet fungerat bra från ett makroekonomiskt perspektiv. Att LO uttalat att "Riksbanken är löntagarnas bästa vän", tycker jag tydligt understryker att något har hänt. Reallönerna har utvecklats positivt i förhandlingar som tagit sin utgångspunkt i stabila inflationsförväntningar (se diagram 4). Därmed inte sagt att lönebildningen och arbetsmarknadens funktionssätt är perfekta. Framtiden kommer antagligen att ställa ännu större krav på en mer produktivtetsbaserad lokal eller individuell lönebildning.

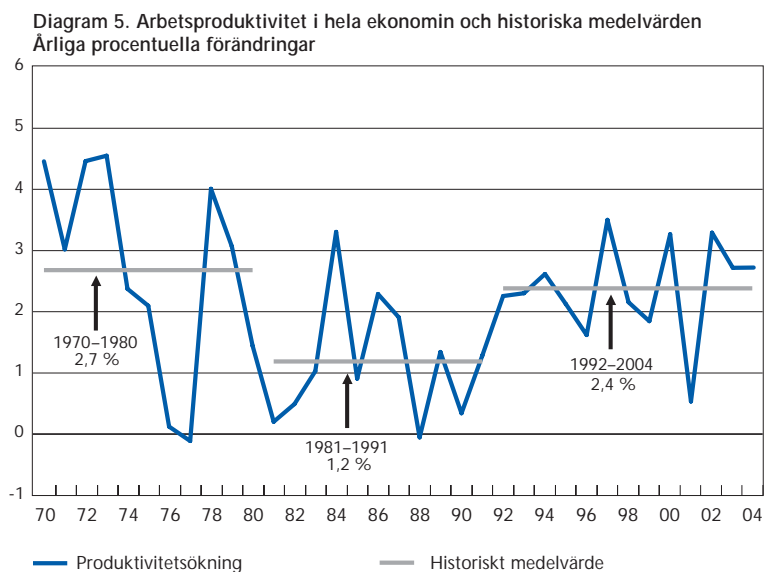
Diagram 4. Olika aktörers inflationsförväntningar på två års sikt  
Procent



Källa: Prospera.

Den starka produktivitetstillväxten har varit ett annat överraskande positivt drag i utvecklingen (se diagram 5). I början av 1990-talet fanns det inget som pekade i denna riktning. Varför skulle man i så fall vid denna tid ha tillsatt en produktivetsdelegation? Den goda produktivetsutvecklingen har förstås varit avgörande för reallönelyften. Men den har också inneburit att företagen inte behövt nyanställa i samma omfattning som tidigare, vilket bidragit till den svaga sysselsättningsutvecklingen under senare år. Vi vet egentligen inte varför produktiviteten förbättrats så starkt även om det finns ett antal hypoteser enligt vilka IT-explosionen, avregleringar och ökad global konkurrens är viktiga förklaringsfaktorer. För Riksbankens del är det viktigt att förstå detta bättre om vi ska kunna göra goda bedömningar av inflationen. Än viktigare är förstås att i den ekonomiska politiken göra vad som är möjligt för att den positiva utvecklingen ska kunna fortsätta. Högre reallöner förutsätter i längden en ökad produktivitet.

Den starka produktivetsökningen har varit ett annat överraskande positivt drag i utvecklingen.



Källor: Statistiska centralbyrån och Riksbanken.

## TVÅ PROBLEMMRÅDEN

Allt har dock inte varit lika positivt. Utbudet av arbetskraft har inte utvecklats så gynnsamt som man hade kunnat hoppas. Stora grupper står idag utanför arbetsmarknaden och sysselsättningen har ökat långsammare de sista tio åren än önskvärt. En fortsatt svag utveckling av arbetskraftsutbudet innebär konkret att svensk ekonomi kommer att slå i kapacitetstaket tidigare och att Riksbanken kan komma att tvingas höja räntan vid en

Utbudet av arbetskraft har dock inte utvecklats så gynnsamt som man hade kunnat hoppas.

lägre tillväxt än vad som annars vore fallet. En annan dimension av problemet är att med den åldrande befolkningen följer högre utgifter för vård, omsorg och pensioner, som belastar de offentliga budgetarna. Med risk för att verka tjugig, eftersom detta är något som påpekats av många i debatten, vill jag ändå understryka att det enda realistiska sättet att mildra dessa effekter är att fler arbetar och betalar skatt och att färre är beroende av transfereringssystemen. Inom detta område ligger en av den ekonomiska politikens största utmaningar framöver.

En annan faktor som överraskat negativt är kronans utveckling.

En annan faktor som överraskat negativt är kronans utveckling. Om någon för tio år sedan – när jag började i Riksbanken – sagt till mig att vi skulle få en så god makroekonomisk utveckling som vi haft skulle jag aldrig kunnat föreställa mig att kronan skulle komma att utvecklas så svagt som den faktiskt gjort. Frågan är varför detta skett? Traditionella förklaringar som tar sin utgångspunkt i konkurrenskraft, relativa inflationstakter eller tillväxttakter räcker inte särskilt långt. Mot den här bakgrunden har Riksbanken inlett ett större arbete med deltagande av utomstående akademiker för att bättre förstå utvecklingen. Frågor som har att göra med bland annat skattesystemet, företagens lokalisering och investeringsutvecklingen kommer att belysas i detta sammanhang. Klart är samtidigt att den svaga växelkursen periodvis varit en hjälp till exempel under senare delen av 1990-talet, då en stark exportutveckling kunde kompensera för en svag inhemsk efterfrågan. Men det finns också en annan sida av saken. Försvagningen av kronkursen beror uppenbarligen på att Sverige haft högre inflation än omvärlden. Den svagare kronan innebär därför att svenska folket måste betala mer i reala termer för sin import och därmed får en lägre levnadsstandard.

#### ETT PAR ORD OM RIKSBANKEN

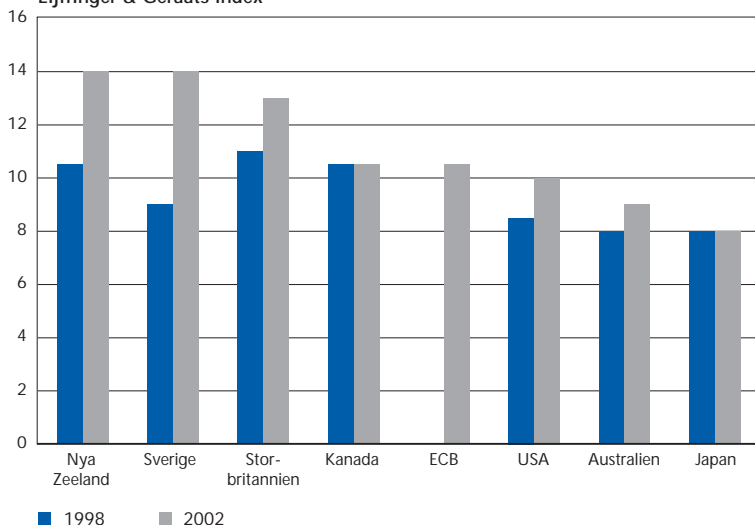
Riksbanken eftersträvar en koncentration till bankens huvuduppgifter och därutöver ökad öppenhet.

Vid mitten av 1990-talet lade vi som då var i Riksbankens ledning, min företrädare Urban Bäckström, min efterträdare Stefan Ingves och jag själv, fast en kurs för organisationen som utgick ifrån några ganska enkla principer. Vi skulle eftersträva en koncentration till bankens huvuduppgifter: penningpolitiken och den finansiella stabiliteten. Inom dessa områden skulle uppbyggnaden av en ökad analytisk kapacitet och kompetens stå i förgrunden. Därutöver skulle vi eftersträva ökad öppenhet såväl internt som gentemot omvärlden. Det här är principer som väglett arbetet under de senaste tio åren. De förändringar som skett är ganska betydande. Antalet anställda i Riksbanken inklusive bolag har reducerats från mer än 1 200 till drygt 400, vilket idag gör oss till en av de minsta centralbankerna i Europa. Ändå har vi inom våra huvudområden kunnat öka de tillgängliga resurserna rejält. Vi har idag betydligt fler personer som arbetar

med att analysera penningpolitiska och stabilitetsorienterade frågeställningar än för tio år sedan. Den akademiska nivån har också höjts markant, vilket exempelvis tar sig uttryck i att vi nu har avsevärt fler anställda med högre akademiska examina i organisationen än vi hade för tio år sedan.

Också betoningen av öppenhet har fått tydliga konsekvenser. Vi publicerar ett omfattande underlag som visar hur vi resonerar när vi fattar räntebesluten, riksbankschefen utfrågas i finansutskottet under öppna former och direktionens ledamöter är ofta ute i landet och informerar om och diskuterar Riksbankens arbete. När centralbanker jämförs med avseende på öppenhet rankas Riksbanken regelbundet mycket högt (se diagram 6). Denna öppenhet har enligt min uppfattning varit central när förtroendet för Riksbanken och inflationsmålet gradvis har byggts upp. Den är också viktig för att göra det möjligt att löpande granska Riksbankens arbete på ett seriöst sätt.

Diagram 6. Index för centralbankers öppenhet  
Eijffinger & Geraats index



Källa: van der Crujisen & Demertzis (2005).

En aktuell indikation på att vi kommit en bit i vår strävan att skapa en hållfast penningpolitisk regim är vad som hände – eller snarare inte hände – i samband med att Urban Bäckström aviserade sin avgång i maj 2002 och när jag själv gjorde motsvarande för ett par veckor sedan. I ingetdera fallet ledde det till några påtagliga effekter på vare sig växelkursen eller räntebilden. Det finns skäl att vara glad för detta, det visar nämligen att vi har en penningpolitisk regim som är stabil och föga personberoende.

Vi har en penningpolitisk regim som är stabil och föga personberoende.

## Inflationsmålspolitiken – några tankar inför framtiden

Vilka förväntningar man kan ha på penningpolitiken?

Det makroekonomiska utfallet har som sagt varit förhållandevis gott under de senaste tio åren. Det hindrar naturligtvis inte att det finns frågeställningar som är värda att diskutera och att mycket kan bli bättre. Detta gäller givetvis också inom penningpolitikens område. En viktig frågeställning i detta sammanhang är vilka förväntningar man kan ha på penningpolitiken. Om förväntningarna är alltför högt ställda riskerar det att leda till att fel frågor diskuteras och i värsta fall till ett politiskt missnöje som undergräver den uppläggning som idag gäller för penningpolitiken.

### RIMLIGA FÖRVÄNTNINGAR

Lagstiftaren har varit tydlig om att låg inflation ska vara målet för penningpolitiken; över en längre tidsperiod är det nämligen bara inflationen som Riksbanken kan styra.

Enligt riksbankslagen ska Riksbanken säkra ett fast penningvärde. Det har vi operationaliserat som ett mål för inflationen på 2 procent. Att lagstiftaren varit tydlig om att det är låg inflation som ska vara målet för penningpolitiken och inte exempelvis hög tillväxt eller låg arbetslöshet, beror på att det över en längre tidsperiod bara är inflationen som Riksbanken kan styra. Det är därför inte meningsfullt, kanske till och med kontraproduktivt, att ge intryck av något annat. Det tål exempelvis att upprepas att man, om man varaktigt vill sänka arbetslösheten, måste försöka påverka den strukturella delen av arbetslösheten, det vill säga den del som inte beror på att efterfrågan på varor och tjänster i ekonomin fluktuerar. Det är då helt andra åtgärder än penningpolitik som måste till. Det handlar framförallt om åtgärder som påverkar arbetsmarknadens sätt att fungera och som skapar en gynnsam miljö för uppkomsten och tillväxten av företag. Detta hindrar naturligtvis inte att Riksbanken helt i linje med förarbetena till lagen ska bidra så gott det går till att övriga ekonomisk-politiska mål uppnås. Villkoret är att vårt mål, en låg och stabil inflation, inte äventyras.

Faktum är att utvecklingen de senaste åren visar att uppgiften att säkra en inflation i linje med vårt mål är svår nog. Upprepade strukturella förändringar, som varit svåra att fullt ut parera med ränteändringar, har ägt rum. Att i god tid förutse strukturella skift är sällan möjligt, än mindre att uppskatta deras kvantitativa effekter på inflationen. Därför kan de ofta medföra att inflationen avviker från målet. Under de senaste tio åren har det, som jag var inne på tidigare, inträffat ett antal förändringar av strukturell karaktär som mer eller mindre alla bidragit till att pressa tillbaka inflationen.

När Riksbanken med förändringar av styrräntan påverkar inflationen sker det främst genom påverkan på den allmänna efterfrågan. Enkelt uttryckt bromsar vi normalt när konjunkturen är på väg upp och gasar när den verkar vara på väg att dämpas. Inflationsmålpolitiken bör därmed ofta kunna bidra till att utjämna konjunkturen. Det är också möjligt att den kan minska svängningarna i arbetslösheten. Men det är inte rimligt att tro att de konjunkturella svängningarna helt kan elimineras. Det är därför gravt missvisande att göra Riksbanken ansvarig för skillnaden mellan den faktiska arbetslösheten och den som skulle ha kunnat uppnås om konjunktursvängningarna hade kunnat avskaffas. Vad vi kan hoppas på är en något stabilare utveckling, något som vi förefaller ha fått de senaste tio åren även om det är för tidigt att dra några helt säkra slutsatser.

Inflationsmålpolitiken bör kunna bidra till att utjämna konjunkturen men det är inte rimligt att tro att de konjunkturella svängningarna helt kan elimineras.

#### POLITIKEN ÄR FLEXIBEL

En annan fråga som då och då aktualiseras i diskussionen är hur mekanisk eller flexibel politiken bör vara och hur den mot denna bakgrund bör utvärderas. Riksbanken bedriver idag vad som har kallats en flexibel inflationsmålpolitik. Vi är definitivt inte vad min brittiska kollega Mervyn King har kallat "inflation nutters". Fokus ligger alltså inte enbart på att under alla omständigheter stabilisera inflationen; så länge det finns en grundläggande tilltro till politiken, att vi kommer att ha en låg inflation i linje med vårt mål, tar vi hänsyn även till andra faktorer.

I januari 1999 publicerade vi ett förtydligande av politiken. Där görs det klart att vissa avvikelser från inflationsmålet kan accepteras, men att Riksbanken samtidigt normalt strävar efter att föra tillbaka inflationen till målet inom två år. Ett skäl att göra avsteg är att penningpolitiken inte verkar så snabbt och har sådan precision att inflationen kan styras exakt på kort sikt. Ett annat är behovet att kunna ta viss hänsyn till andra faktorer än inflationsutvecklingen – till exempel utvecklingen i den reala ekonomin.

1999 förtydligades politiken: vissa avvikelser från inflationsmålet kan accepteras, men normalt strävar vi efter att föra tillbaka inflationen till målet inom två år.

Principen att normalt föra tillbaka inflationen till målet inom två år kan man tolka som en restriktion som Riksbanken lagt på sig själv för att göra politiken tydligare. Med hjälp av denna restriktion tydliggörs de hänsyn som normalt kan tas till annat än prisstabilitetsmålet. Men ibland uppstår det lägen då flexibiliteten i förhållande till målet måste få vara större för att inte effekterna på den realekonomiska stabiliteten – variationerna i produktion och sysselsättning – ska bli oacceptabla. I extrema fall kan avvikelserna från inflationsmålet helt enkelt bli så pass stora att det faktiskt inte är vare sig möjligt eller önskvärt att återföra inflationen inom det vanliga tvååriga tidsperspektivet.

Det finns situationer när överväganden vid sidan av bedömningen av KPI de närmaste två åren har påverkat politiken.

Det finns ett antal exempel på situationer när överväganden vid sidan av bedömningen av KPI:s utveckling de närmaste två åren har påverkat politiken. Under mitten och senare delen av 1990-talet sänkte vi inte alltid styrräntan så mycket som våra normala principer kunnat tala för eftersom vi bedömde att en del av prisnedgången var orsakad av våra egna räntesänkningar som dämpade bostadskostnadskomponenten i KPI och av avregleringar av delvis tillfällig karaktär. På samma vis lät vi oss inte påverka fullt ut när inflationen 2001 och 2003 steg kraftigt av tillfälliga orsaker. Ett mer sentida exempel är beslutet i mars 2005 om att inte sänka räntan. Vi resonerade då om att det skulle kunna ha varit möjligt med de inflationsprognoser vi hade men att den höga förväntade tillväxten i kombination med de uppdrivna huspriserna talade för en viss försiktighet.

Vår flexibilitet kan också sägas innefatta beredskap att reagera på händelser vars slutliga konsekvenser är särskilt svåra att överblicka. Ett sådant exempel är terrordåden i USA den 11 september 2001. I samband med dessa sänkte många centralbanker världen över sina räntor snabbt. Det kraftfulla agerandet kan tolkas som en sorts "försäkring" mot en riktigt svag utveckling, snarare än som ett resultat av genomarbetade bedömningar av vilken utveckling som är den mest sannolika.

För förståelsen av penningpolitiken vore det önskvärt att utveckla de principer som styr hur avvägningarna i praktiken bör göras mellan den framtida inflationen och den reala eller den finansiella stabiliteten. Det här är dock av uppenbara skäl ingen enkel uppgift och några bra exempel i denna riktning från andra centralbanker finns egentligen inte. Sedan i våras pågår inom Riksbanken ett arbete som syftar till detta. Ett möjligt resultat kan bli en utveckling av förtydligandet från 1999.

Med en tydligare bild av vilka avvikelser som tillåts blir det lättare att kommunicera och utvärdera politiken.

Med en tydligare bild av vilka avvikelser som tillåts blir det också lättare att kommunicera politiken och utvärdera den på ett meningsfullt vis. Idag utvärderas politiken ofta enbart utifrån historiska genomsnitt för inflationen. Det är i och för sig en naturlig startpunkt men diskussionen bör föras vidare och även handla om hur utfallen av politiken relaterar till de hänsyn som tagits till olika mer tillfälliga prisfluktuationer. Även den reala och finansiella utvecklingen bör beaktas i de sammanhang där den påverkat politiken.

Jag föreställer mig att det här är frågor som det finns anledning för finansutskottet att återkomma till framöver, både som ett resultat av det arbete som bedrivs inom Riksbanken och kanske också som en följd av den externa utvärdering som finansutskottet tänkt genomföra av penningpolitiken. Riksbanken för också diskussioner med externa aktörer om återkommande utvärderingar där en utgångspunkt preliminärt ska vara jämförelser mellan de bedömningar Riksbanken och andra prognosmakare gjort för att ge en bättre grund för en rättvisande diskussion.

# ■ Penningpolitik och arbetslöshet

AV VILLY BERGSTRÖM OCH ROBERT BOIJE

Villy Bergström är docent i nationalekonomi och vice riksbankschef. Robert Boije är fil. dr i nationalekonomi och rådgivare på avdelningen för penningpolitik.

*I denna artikel granskar vi några av de argument som förekommit i debatten om penningpolitikens effekter på arbetslösheten; exempelvis att underskridandet av inflationsmålet har lett till 50 000–70 000 fler arbetslösa, att penningpolitiken bedrivits asymmetriskt och att den stabiliseringspolitiska regimen, som infördes när den fasta växelkursen övergavs, inklusive valet av inflationsmål i sig har lett till en högre arbetslöshet än under närmast föregående decennier. Dessa argument bygger i hög grad på orealistiska antaganden och felaktiga förväntningar om vad penningpolitik kan åstadkomma eller också bortser de från att en rad andra faktorer, bland annat de oväntade utbudstörningar Sveriges ekonomi träffats av de senaste åren, kan ha bidragit till arbetslösheten. Det senaste årets ensidiga fokusering på penningpolitikens inverkan på arbetslösheten riskerar att dölja behovet av strukturella åtgärder som på sikt har långt större betydelse för utvecklingen på arbetsmarknaden.*

Delar av denna artikel bygger på av Riksbanken tidigare publicerat material och på underlag i form av opublicerade promemorior. Vi vill därför tacka de medarbetare som på detta sätt bidragit även till denna artikel. Ett särskilt tack riktas till Mikael Apel, Per Jansson, Stefan Palmqvist, Karine Raoufinia och Anders Vredin. Deltagare på Riksbankens penningpolitiska beredningsgrupp har också bidragit med värdefulla synpunkter. Vi vill också tacka Johanna Stenkula von Rosen för hjälp med diagrammen.

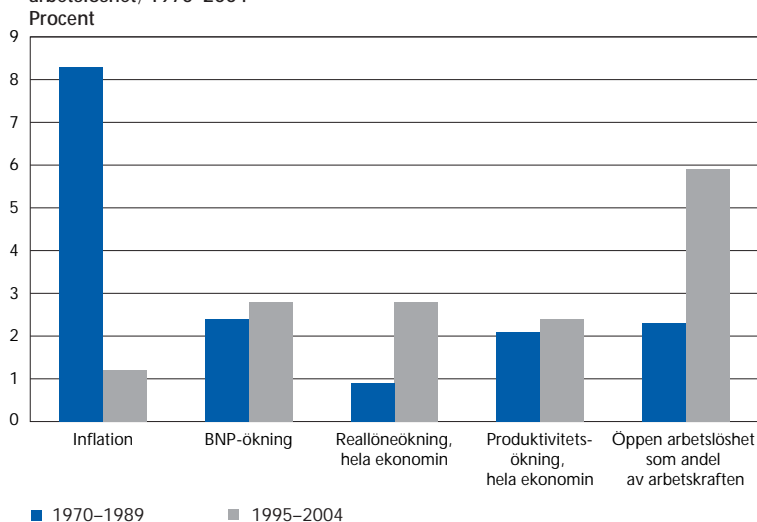
## Har penningpolitiken varit för stram?

Sedan inflationsmålsregimen infördes i mitten av 1990-talet har BNP och realinkomsterna växt i snabbare takt än genomsnittet för de närmast föregående decennierna. Samtidigt har arbetslösheten inte utvecklats lika positivt (se diagram 1). I den ekonomisk-politiska debatten har orsakerna till detta förhållande kommit att diskuteras flitigt. Flera debattörer har hävdat att en fel avvägd penningpolitik i hög grad har bidragit till den negativa utvecklingen på arbetsmarknaden.

Några debattörer har hävdat att penningpolitiken har varit alltför stram och att det har bidragit till för höga reallöner som i sin tur har lett till 50 000–70 000 fler arbetslösa (se exempelvis Vartiainen, 2005). Andra debattörer menar att underskridandet av inflationsmålet helt beror på en fel avvägd penningpolitik och att det till fullo också kan förklara hela konjunkturarbetslösheten, dvs. skillnaden mellan den faktiska arbetslösheten och den uppskattade jämviktsarbetslösheten (se exempelvis Edin m.fl.,



Diagram 1. Inflation, BNP-ökning, reallöneökning, produktivitetssökning och öppen arbetslöshet; 1970–2004



Källor: Medlingsinstitutet, Statistiska centralbyrån och Riksbanken.

2004).<sup>1</sup> Även utifrån denna utgångspunkt antas antalet förlorade jobb uppgå till 50 000–70 000. I debatten har det till och med ibland antytts, mot bakgrund av att inflationsmålet underskridits något i genomsnitt, att penningpolitiken *medvetet* har bedrivits asymmetriskt i den mening att tendenser till hög inflation har föranlett mer kraftfulla åtgärder än tendenser till låg inflation och att det i sin tur har bidragit till en högre arbetslöshet. Det finns också debattörer som menar att Riksbanken har lagt inflationsmålet på en för låg nivå och att det har bidragit till en onödigt hög arbetslöshet (se Lundborg & Sacklén, 2002, 2003).

De två första påståendena handlar om hur Riksbanken bedömt konjunkturläget, vad som kan förväntas av penningpolitiken och i vilken utsträckning en felaktigt vald nivå på reporäntan påverkar arbetslösheten. Innebörden av de två senare påståendena är att det finns grundläggande fel i det nya stabiliseringspolitiska ramverket.

Syftet med denna artikel är att ställa samman de argument som Riksbanken framfört i tidigare sammanhang när det gäller penningpolitikens effekter på arbetslösheten samt att i vissa avseenden komplettera och fördjupa analysen i tidigare publicerat material, till exempel i Bergström m.fl. (2005). Först diskuterar vi kortfattat dels hur arbetslösheten och sysselsättningen utvecklats sedan det stabiliseringspolitiska regimskiftet i början av 1990-talet, dels huruvida arbetslöshet och sysselsättning är bra indikatorer

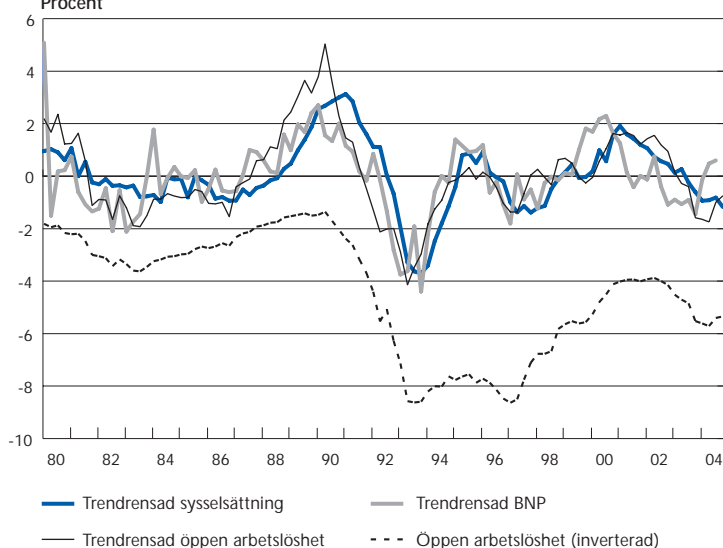
<sup>1</sup> Med jämviktsarbetslöshet avser vi här den nivå på arbetslösheten som kan anses vara hållbar på sikt utan att inflationen tar fart.

på resursutnyttjandet i ekonomin. I några efterföljande avsnitt diskuterar vi sambandet mellan inflation och arbetslöshet, varför det är bra med en låg och stabil inflation, vad som menas med "normal" arbetslöshet eller jämviktsarbetslöshet, samt hur penningpolitiken är upplagd i praktiken. Därefter följer ett avsnitt som diskuterar penningpolitikens effekter på arbetslösheten. Där börjar vi med att granska de beräkningar som legat till grund för påståendet att en fel avvägd penningpolitik har lett till 50 000–70 000 fler arbetslösa. I avsnittet därefter diskuterar vi vad som kan förklara uppgången i arbetslösheten i förhållande till närmast föregående decennier. I ett avslutande avsnitt diskuterar vi ett antal strukturella faktorer som bör vara av central betydelse för den långsiktiga utvecklingen på arbetsmarknaden.

## Utvecklingen på arbetsmarknaden efter det stabiliseringspolitiska regimskiftet

Diagram 2 visar tre olika mått på konjunkturläget: en trendrensad serie för sysselsättning, en för öppen arbetslöshet enligt AKU (båda uttryckta i antalet personer och logaritmerade) och en för BNP (också logaritmerad) för perioden 1980–2004.<sup>2</sup> Dessutom redovisas den öppna arbetslösheten som procent av arbetskraften (dock inverterad för att göra jämförelsen med konjunkturmåtten enklare).

Diagram 2. Trendrensade serier för sysselsättning, öppen arbetslöshet (båda uttryckta i antal personer och logaritmerade) och BNP (logaritmerad) samt öppen arbetslöshet i procent av arbetskraften (inverterad)



Källor: Statistiska centralbyrån och Riksbanken.

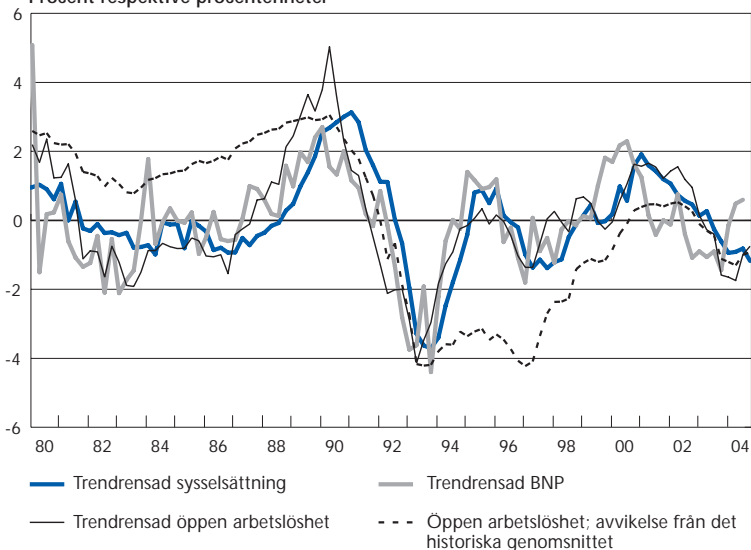
<sup>2</sup> Trendrensningen är gjord med ett så kallat HP-filter. Öppen arbetslöshet är mätt enligt den definition som gällde före omläggningen av AKU-statistiken.

Den öppna arbetslösheten verkar ha "permanentats" på en högre nivå efter krisen i början på 1990-talet.

Diagrammet visar att de olika serierna som mäter konjunkturläget överlag ger en likartad bild av konjunkturutvecklingen, även om tidpunkterna för konjunkturtopp respektive -botten skiljer sig något åt mellan de olika serierna. Även den öppna arbetslösheten varierar tydligt med konjunkturen. Sett över hela den redovisade perioden uppgår den öppna arbetslösheten till i genomsnitt 4,4 procent. Vi kan dock konstatera att den öppna arbetslösheten efter krisen i början på 1990-talet verkar ha "permanentats" på en högre nivå än på 1980-talet. Mellan 1980 och 1992 uppgick den öppna arbetslösheten till i genomsnitt 2,7 procent medan den mellan 1993 och 2004 uppgick till i genomsnitt 6,3 procent.

Diagram 3 visar samma serier med den skillnaden att den öppna arbetslösheten återges som avvikelse från dess historiska genomsnitt för perioden som helhet. Det visar att arbetslösheten före krisen i början på 1990-talet var "varaktigt" lägre än genomsnittet för hela perioden medan den efter krisen, med undantag för en kort period, har varit högre än genomsnittet. Det finns dock skäl att tro att den "normala" arbetslösheten (eller jämviktsarbetslösheten) varierar över tiden. Det faktum att arbetslösheten ser ut att ha "permanentats" på en hög nivå efter krisen i början på 1990-talet kan också vara ett tecken på att den "normala" arbetslösheten nu är betydligt högre än under 1980-talet. Vi återkommer senare i artikeln till en diskussion dels om hur den "normala" arbetslösheten kan definieras, dels varför det finns goda skäl att tro att arbetslösheten under 1970- och 1980-talet var lägre än den nivå som är möjlig att upprätthålla på längre sikt.

Diagram 3. Trendensade serier för sysselsättning, öppen arbetslöshet (båda uttryckta i antal personer och logaritmerade) och BNP (logaritmerade) samt öppen arbetslöshet; avvikelse från det historiska genomsnittet  
Procent respektive procentenheter



Källor: Statistiska centralbyrån och Riksbanken.

Det finns flera orsaker till varför tidpunkterna för konjunkturtoppar och -bottnar skiljer sig något mellan BNP och den öppna arbetslösheten. Den öppna arbetslösheten kan påverkas relativt snabbt av arbetsmarknadspolitiska åtgärder, ändrade villkor för studier och andra finanspolitiska åtgärder utan att det allmänna efterfrågeläget i svensk ekonomi ändras. Exempelvis reducerades de arbetsmarknadspolitiska åtgärderna kraftigt 2003 vilket, allt annat lika, bidrog till en ökning av den öppna arbetslösheten med 0,5 procentenheter. Erfarenheten visar också att arbetslösheten släpar efter något när konjunkturen vänder uppåt. I inledningen av en konjunkturuppgång ökar ofta antalet arbetade timmar (eller medelarbetstiden) innan sysselsättningen ökar. Det är också vanligt att produktiviteten ökar i inledningen av en konjunkturuppgång då företagen utnyttjar befintlig personal och kapital i större utsträckning innan konjunkturuppgången är "säkerställd". I konjunkturedgångar däremot är det vanligt att produktiviteten sjunker tillfälligt då företagen inledningsvis behåller personal så länge det är osäkert om konjunkturedgången bara är tillfällig.<sup>3</sup> Förändringar av den öppna arbetslösheten kan också bero på strukturella faktorer. Dessa förhållanden gör att det inte finns något enkelt samband mellan den öppna arbetslösheten och det totala resursutnyttjandet i ekonomin mätt i BNP-termer.

Den öppna arbetslösheten påverkas också, vid ett givet antal sysselsatta, av förändringar i arbetskraften. Arbetskraften samvarierar i viss utsträckning med konjunkturen. I konjunkturedgångar brukar arbetskraften sjunka. Det förklaras som regel med att många arbetssökande lämnar arbetskraften eftersom sannolikheten att hitta ett jobb minskar. Denna kategori brukar benämnas latent arbetssökande. När efterfrågan på arbetskraft återigen ökar, tenderar många från denna kategori att återvända till arbetsmarknaden. Latent arbetssökande utgör därför en arbetskraftsreserv som inte återspeglas i AKU:s definition på arbetslöshet. Detta medför också som regel att den öppna arbetslösheten inte varierar lika mycket som sysselsättningen.

Det är inte bara uppgången av arbetslösheten som är bekymmersam utan även arbetskraftens utveckling. Diagram 4 visar att antalet personer som står utanför arbetskraften ökade kraftigt i samband med den ekonomiska krisen i början på 1990-talet och ser ut att därefter ha "permanerats" på en hög nivå. Diagrammet visar att detta fenomen inte kan förklaras av att antalet personer i arbetsför ålder har minskat. Både ur ett konjunkturstabiliserings- och ett bredare samhällsekonomiskt perspektiv är detta ett stort problem som inte blir uppenbart vid en fokusering på den öppna arbetslösheten. En minskande arbetskraft reducerar BNP-tillväxten

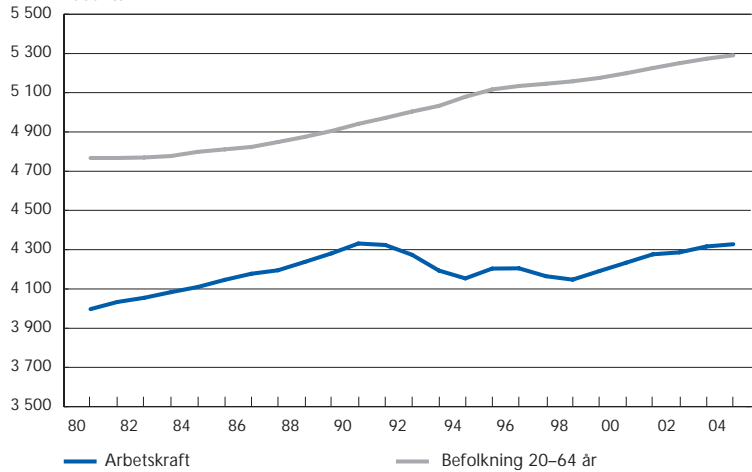
Det finns inget enkelt samband mellan den öppna arbetslösheten och det totala resursutnyttjandet.

Arbetslösa men även personer utanför arbetskraften ökade kraftigt i samband med den ekonomiska krisen.

<sup>3</sup> Detta fenomen brukar kallas för labour hoarding.

och gör det svårare att finansiera den offentliga sektorns verksamhet, vilket sammantaget minskar välfärden. En låg potentiell BNP-tillväxt gör det också svårare att kombinera en hög faktisk BNP-tillväxt med låg inflation. Senare i artikeln återkommer vi till en diskussion om vad det låga arbetskraftdeltagandet kan bero på.

Diagram 4. Antalet personer 20–64 år och i arbetskraften; 1980–2004  
Tusental



Källa: Statistiska centralbyrån.

## Sambandet mellan inflation och arbetslöshet

Den naturliga *utgångspunkten* för en diskussion om penningpolitikens effekter på arbetslösheten är Phillipskurvan. Enligt den ursprungliga versionen av Phillipskurvan, som kom att dominera den ekonomisk-politiska debatten under 1960-talet, förelåg ett negativt samband mellan arbetslöshet och förändring i nominallöner. Eftersom priser i stor utsträckning sätts som ett påslag på lönekostnader tolkades detta samband samtidigt som att det fanns ett negativt samband mellan arbetslöshet och (pris)inflation. Om ett sådant stabilt samband förelåg skulle arbetslösheten permanent kunna reduceras genom en högre inflationstakt.

Senare erfarenheter av den ekonomiska politiken och empirisk forskning har visat att det på *kort sikt* kan finnas ett utbytesförhållande mellan inflation och arbetslöshet, men att det inte är enkelt, samtidigt som det på *lång sikt* inte finns något utbytesförhållande.<sup>4</sup> Man skiljer därför på kort- och långsiktiga Phillipskurvor.

<sup>4</sup> Det finns ett fåtal studier som indikerar att det kan finnas ett långsiktigt samband mellan inflation och arbetslöshet. Vi återkommer senare i artikeln till en diskussion kring dessa studier.

Enligt den kortsiktiga Phillipskurvan skulle man, genom att bedriva en expansiv efterfrågepolitik som ökar inflationen på kort sikt, kunna minska arbetslösheten. Om de ekonomisk-politiska beslutsfattarna genom en expansiv politik systematiskt försöker minska arbetslösheten genom ökad inflation kommer dock inflationsförväntningarna så småningom att anpassas till den högre inflationen. Löntagarna, som är intresserade av lönens faktiska köpkraft, skulle med andra ord redan på förhand beakta förväntningar om en högre framtida inflation genom att kräva högre nominallöner. Detta får till följd att den faktiska inflationen ökar och sammanfaller med den förväntade. Eftersom reallönerna då är oförändrade ökar inte efterfrågan på arbetskraft och därmed sjunker inte heller arbetslösheten. Arbetslösheten skulle, när inflationsförväntningarna anpassats till den högre faktiska inflationen återgå till sin så kallade naturliga nivå (den arbetslöshetsnivå där den faktiska inflationen sammanfaller med den förväntade).<sup>5</sup> Det är en förklaring till varför det på lång sikt inte torde finnas något utbytesförhållande mellan inflation och arbetslöshet. Detta uttrycks ibland som att den långsiktiga Phillipskurvan är vertikal. En expansiv politik i syfte att öka inflationen och minska arbetslösheten under den naturliga nivån skulle därmed enbart få till följd att inflationsförväntningarna och den faktiska inflationen ökar.<sup>6</sup>

En på kort sikt ökad inflation skulle kunna minska arbetslösheten; på lång sikt däremot torde det inte finnas något utbytesförhållande mellan inflation och arbetslöshet.

## Varför är det bra med en låg och stabil inflation?

En vertikal Phillipskurva säger således att på lång sikt kan inte arbetslösheten sänkas genom en ökning av inflationstakten. En annan slutsats skulle kunna vara att så länge nominallönerna och prisnivån stiger i samma takt påverkas inte arbetslösheten av hur hög inflationstakten är. Vad är det då som ändå motiverar att det är bra med en låg inflation?

Hög inflation är ofta förenad med stora variationer i inflationstakten. Prisernas roll som del i ett signalsystem vid fördelningen av resurser i ekonomin försvagas därmed eftersom det blir svårt att urskilja relativa prisförändringar (prisförändringar mellan olika varugrupper) ur den allmänna (variabla) inflationstakten. Osäkerhet om inflationsutfallet försvårar för hushåll och företag att planera långsiktigt och att fatta rationella beslut, vilket försämrar effektiviteten i ekonomin genom att resurser inte fördelas optimalt över tiden eller mellan olika sektorer i ekonomin.

Osäkerhet om inflationsutfallet gör det svårare att planera långsiktigt, vilket försämrar effektiviteten i ekonomin.

<sup>5</sup> Det förekommer också att den naturliga arbetslösheten definieras som den nivå på arbetslösheten som är förenlig med ett normalt resursutnyttjande och där inflationstakten inte accelererar (NAIRU). I denna artikel används begreppen "normal" arbetslöshet, naturlig arbetslöshet, NAIRU och jämviktsarbetslöshet som synonymer. Det förekommer att begreppen ges lite olika innebörd.

<sup>6</sup> Denna något förenklade framställning bygger framförallt på en teori av Friedman (1968). Det finns alternativa teorier eller förklaringar till varför penningpolitiken kan påverka arbetslösheten på kort sikt men inte på lång sikt. Se exempelvis Lucas (1973), Fischer (1977) och Rotemberg (1982).

Samtidigt finns det argument som talar för att resursfördelningen kan påverkas negativt om inflationen blir *för* låg. Skälet är att nominallönerna har visat sig vara trögrörliga nedåt och vid mycket låg inflation försvåras därmed nödvändiga förändringar av relativlönerna. Om en stor grupp på arbetsmarknaden behöver få större reallöneökningar än genomsnittet, till exempel av rekryteringskäl, måste vid mycket låg inflation andra grupper acceptera nominella lönesänkningar för att inflationsmålet ska uppnås. Detta är en av förklaringarna till varför Riksbanken har valt att definiera prisstabilitet som en inflation på 2 och inte noll procent (vi återkommer senare till denna aspekt).

## Konjunkturarbetslöshet, inflation och penningpolitik

Begreppet naturlig arbetslöshet, som det definieras ovan, verkar i debatten ha kommit att tillämpas på ett starkt förenklat sätt som en teoribildning för hur penningpolitiken bör bedrivas (se exempelvis Edin m.fl., 2004). I grova drag verkar argumentationen vara följande:

Inflationstakten antas vara konstant när den faktiska arbetslösheten sammanfaller med den naturliga. Om den faktiska arbetslösheten är mindre än den naturliga ökar inflationstakten medan den skulle minska om den faktiska arbetslösheten är större än den naturliga. Innebörden av detta är att om man med penningpolitik lyckas stabilisera inflationen kommer också den faktiska arbetslösheten alltid att sammanfalla med den i jämvikt, och därmed begränsas variationen i den faktiska arbetslösheten. I debatten antas också ofta att den naturliga (öppna) arbetslösheten ligger omkring 4 procent när inflationen är 2 procent. Om Riksbanken med hjälp av penningpolitiken ser till att inflationen alltid ligger på 2 procent skulle således arbetslösheten kunna begränsas till 4 procent.

Verkligheten är dock betydligt mer komplicerad än så. Phillipskurvan inkluderar inte i sin enkelhet alla de faktorer som påverkar inflationen och de penningpolitiska övervägandena. Senare tids forskning har också visat att en penningpolitik baserad i huvudsak på prognoser för arbetslöshetsgapet (konjunkturarbetslösheten) är förknippad med betydande problem. Låt oss se lite närmare på dessa:

Den naturliga arbetslösheten kan delas in i friktionsarbetslöshet (som bland annat fångar upp de trögheter som finns i matchningen mellan vakanser och arbetslösa även då de arbetslösa har den kompetens som efterfrågas) och strukturarbetslöshet (som fångar upp den arbetslöshet som beror på att de arbetslösa har en yrkesprofil som inte stämmer över-

ens med vakanserna).<sup>7</sup> Om arbetsmarknadens funktionssätt försämras (t.ex. om rörligheten på arbetsmarknaden sjunker) och om vissa industrier läggs ner eller flyttar utomlands kommer den naturliga arbetslösheten, åtminstone under en viss period, att öka. Detta bidrar till att det är mycket svårt att skatta nivån på den naturliga arbetslösheten.

Flera empiriska studier visar också att den naturliga arbetslösheten varierar relativt mycket över tiden och dessutom att osäkerheten kring den skattade naturliga arbetslösheten vanligtvis är flera procentenheter givet en viss skattningsmetod (se exempelvis Staiger m.fl., 1997). Att utgå från att den naturliga arbetslösheten ligger på just 4 procent och utforma penningpolitiken efter det skulle kunna leda till stora problem med inflationen om den naturliga arbetslösheten i praktiken är högre eller lägre än denna antagna nivå. Orphanides (2002) argumenterar för att felbedömningar av nivån på den naturliga arbetslösheten bidrog till "the great inflation" i USA på 1970-talet.

I en systematisk studie på amerikanska data där olika typer av skattade Phillipskurvor har använts för att göra prognoser för inflationen ett år framåt i tiden visar Atkeson & Ohanian (2001) att sannolikheten inte är större att sådana skattningar ska ge bättre prognoser än en "naiv" prognos där inflationen ett år framåt i tiden helt enkelt antas sammanfalla med inflationen innevarande år. En studie på svenska data stöder denna slutsats; Jansson & Palmqvist (2005) visar att korrelationen mellan arbetslöshetsgapet (avvikelsen i arbetslösheten från den uppskattade jämviktsarbetslösheten enligt Konjunkturinstitutets beräkningar) och olika inflationsmått varierar påtagligt över tiden, att korrelationen periodvis har fel tecken samt att arbetslöshetsgapet inte har något eller mycket begränsat prognosvärde för den framtida inflationen. En slutsats Atkeson & Ohanian (2001) drar är att man inte enbart med utgångspunkt från en bedömning av arbetslöshetsnivån eller avvikelsen i denna från en uppskattad jämviktsnivå bör uttala sig om framtida inflation. Atkeson & Ohanian (2001) påpekar samtidigt att de flesta andra indikatorer som vanligtvis används för att prognostisera inflationstakten inte heller gör bättre prognoser än en naiv prognosmodell. Slutsatsen av detta är att man inte bör göra utfäsltelser om framtida inflation på basis av enskilda indikatorer.

Ett viktigt argument som talar emot ett enkelt samband mellan inflation och arbetslöshet och som också stöder Atkeson & Ohanians (2001) slutsats är, som vi också noterade ovan, att inflationen i praktiken påverkas av många andra faktorer än arbetslösheten. Utbudsstörningar kan medföra att inflationen ändras även då den faktiska arbetslösheten initialt

Den naturliga arbetslösheten varierar relativt mycket över tiden och osäkerheten kring det skattade värdet är stor.

Inflationen påverkas av många andra faktorer än arbetslösheten.

<sup>7</sup> Ibland används inte begreppet strukturarbetslöshet separat då det istället ses som en extrem form av friktionsarbetslöshet.



Skattningen av den naturliga arbetslösheten revideras ofta kraftigt.

sammanfaller med den naturliga. Jansson & Palmqvist (2005) visar att utbudsstörningar förklarar en mycket stor del av variationen i inflationen.<sup>8</sup>

Ytterligare en faktor som bidrar till slutsatsen att skillnaden mellan den naturliga arbetslösheten och den faktiska utgör ett dåligt underlag för penningpolitiken är att skattningen av den naturliga arbetslösheten ofta revideras kraftigt i takt med att nyare data kommer in. När man ska göra en inflationsprognos tvingas man använda sig av de uppgifter som finns tillgängliga vid den tidpunkt prognosen fastställs (information tillgänglig i "real tid") och som sedan ofta ändras i efterhand. Orphanides & Van Norden (2004) visar att produktionsgap (eller arbetslöshetsgap) skattade på information i "real tid" inte är användbara för att prognostisera inflation.<sup>9</sup>

Flodén (2005) illustrerar detta för svenska förhållanden med hjälp av Konjunkturinstitutets skattning av arbetsmarknadsgapet. Han konstaterar att Konjunkturinstitutet länge ansåg att arbetsmarknadsgapet i januari 2001 var *negativt* (det vill säga att det förelåg en viss konjunkturarbetslöshet) men att skattningen av gapet reviderades över tiden i takt med att den faktiska arbetslösheten låg kvar på en hög nivå. Detta resulterade i att jämviktsarbetslösheten vid tidigare tidpunkter justerades upp och att arbetsmarknadsgapet i januari 2001 nu istället bedöms ha varit *positivt*. Flodén (2005, s. 60) drar följande slutsats av detta (citatt): "Debatt om penningpolitiken bör välkomnas, men debatten riskerar att bli skadlig om fokus hamnar på hur penningpolitiken har påverkat en så vag och otydlig variabel som arbetsmarknadsgapet".

## Penningpolitiken i praktiken

Om inflationen på ett par års sikt väntas bli högre än (lägre än) målet på 2 procent höjer (sänker) Riksbanken som regel reporäntan.

Riksbankens övergripande uppgift är att upprätthålla ett stabilt penningvärde. Om inflationen på ett par års sikt väntas bli högre än (lägre än) målet på 2 procent höjer (sänker) Riksbanken som regel reporäntan. Det innebär dock inte att Riksbanken helt bortser från realekonomiska faktorer. En av de viktigaste bestämningsfaktorerna bakom inflationen är den samlade efterfrågan i ekonomin. I ett konjunkturförlopp ökar vanligtvis sysselsättningen om efterfrågan ökar och vice versa även om det, som sagt, kan ske med en viss fördröjning. Om Riksbanken bedömer att den samlade efterfrågan kommer att minska och att inflationen samtidigt kommer att minska sänker banken som regel reporäntan. Det ger *normalt* en viss positiv sysselsättningseffekt. Vid efterfrågefluktuationer finns där-

<sup>8</sup> Jansson & Palmqvist (2005) påpekar att de modeller och metoder de använt är förhållandevis enkla och att de inte gör anspråk på att vara de "rätta".

<sup>9</sup> Orphanides & Van Norden (2004) visar dock i en studie att *vissa ex post* skattningar av produktionsgapet kan vara användbara för att prognostisera inflationen.

för *normalt* inget motsatsförhållande mellan att stabilisera inflationen och sysselsättningen. Som noterades ovan finns det dock inte något enkelt samband mellan efterfrågan, inflationen och sysselsättningen. Det gäller särskilt då ekonomin utsätts för utbudsstörningar, exempelvis i form av en tillfällig uppgång i produktiviteten. Under en övergångsperiod kan detta bidra till låg inflation och ökad arbetslöshet trots att efterfrågan i ekonomin växer i snabb takt. Riksbanken har också gjort klart att om inflationen avviker kraftigt från målet och en för snabb återgång till målet bedöms leda till alltför stora realekonomiska påfrestningar på kort sikt (t.ex. i form av ökad arbetslöshet), kan det vara motiverat med en mer utdragen anpassning till målet. Genom att Riksbanken försöker anpassa inflationen gradvis mot målet på ett par års sikt (ibland längre tid) tar banken alltså hänsyn till arbetsmarknaden och den reala ekonomin i övrigt.

I stället för att enbart utgå från situationen på arbetsmarknaden vid utformningen av penningpolitiken, bildar Riksbanken sig en uppfattning om den framtida inflationen och den realekonomiska utvecklingen utifrån en rad olika indikatorer, som olika mått på det totala resursutnyttjandet i ekonomin (inklusive läget på arbetsmarknaden), olika mått på importerad inflation (som påverkas av växelkursens och världsmarknadsprisernas utveckling), uppskattningar av produktivitet, vinstmarginaler och löneutveckling. I praktiken är det således många olika faktorer som behöver beaktas för att kunna göra goda inflationsprognoser. Att bara utgå från ett osäkert statistiskt mått på skillnaden mellan den naturliga och den faktiska arbetslösheten skulle med största sannolikhet leda till mycket dåliga inflationsprognoser och därmed en felaktigt utformad penningpolitik samt bristande målpuffyllelse.<sup>10</sup>

Riksbanken bildar sig en uppfattning om inflationen framöver och den realekonomiska utvecklingen utifrån en rad olika indikatorer.

## Penningpolitikens effekter på sysselsättningen

Som noterades inledningsvis menar vissa debattörer att en fel avvägd penningpolitik, med underskridande av inflationsmålet som följd, lett till 50 000–70 000 fler arbetslösa. Påståendet väcker frågor som: Är dessa beräkningar väl underbyggda? Om Riksbanken i stället hade baserat sin penningpolitik på de prognoser för inflationen under 2002 och 2003 som med facit i hand visat sig stämma något bättre med utfallet än Riksbankens, hade då arbetslösheten under de aktuella åren blivit väsentligt lägre? Den senare frågan är givetvis svår att besvara eftersom det handlar om bedömningar av kontrafaktisk natur. Genom att uppskatta effekten på arbetslösheten av ränteändringar kan man dock få en fingervisning om i vilken utsträckning en annorlunda utformad penningpolitik hade lett till

Effekten av ränteändringar på arbetslösheten kan ge en fingervisning om i vilken utsträckning en annorlunda penningpolitik hade lett till lägre arbetslöshet.

<sup>10</sup> För en mer utförlig beskrivning av hur penningpolitiken normalt bedrivs, se Heikensten (1999).

lägre arbetslöshet. Låt oss dock börja med att granska de beräkningar som legat till grund för påståendet att en fel avvägd penningpolitik lett till 50 000–70 000 förlorade jobb.

#### UTTALANDEN OM PENNINGPOLITIKENS EFFEKT PÅ ARBETSLÖSHETEN

Om utgångspunkten är att penningpolitiken alltid kan uppnå inflationsmålet och det samtidigt innebär att den faktiska arbetslösheten sammanfaller med den i jämvikt skulle, givet denna utsaga, antalet förlorade jobb till följd av en fel avvägd penningpolitik kunna beräknas som skillnaden mellan den faktiska arbetslösheten och den naturliga. Arbetskraften uppgår till cirka 4 400 000 personer. Om den naturliga (öppna) arbetslöshetsnivån antas uppgå till 4 procent och den faktiska är 5,5 procent skulle antalet förlorade jobb kunna beräknas till 66 000  $[(0,055-0,04)*4\ 400\ 000 = 66\ 000]$ .

Mot bakgrund av resonemangen tidigare i uppsatsen går det att rikta en rad invändningar mot denna typ av beräkningar: (i) Beräkningen förutsätter att den naturliga arbetslösheten är 4 procent, vilket inte är självklart med tanke på den betydande osäkerhet som finns i detta mått. Ligger den naturliga arbetslösheten istället kring 5 procent, skulle motsvarande beräkning ge 22 000 förlorade jobb. (ii) Penningpolitikens mål är i första hand att stabilisera inflationen och den kan avvika från 2 procent även om den faktiska arbetslösheten inledningsvis sammanfaller med (den skattade) jämviktsarbetslösheten. (iii) Penningpolitiken påverkar i första hand inflationsförväntningarna och den allmänna efterfrågan och det finns inget enkelt kortsiktigt samband mellan dessa ekonomiska variabler och den öppna arbetslösheten. (iv) Även om målet skulle ha varit att stabilisera den öppna arbetslösheten runt en viss nivå, är det omöjligt att alltid träffa målet vid varje given tidpunkt eftersom ekonomin ofta träffas av störningar som är svåra att förutsäga. Detta gäller oavsett stabiliseringspolitiskt mål.

Vartiainen har antytt att inflationsmålet kumulativt underskridits med 3 procentenheter vilket lett till 60 000 förlorade jobb.

Vartiainen (2005) har antytt att inflationsmålet underskridits kumulativt med kanske 3 procentenheter under de senaste åren (det framgår inte exakt vilken period han avser) och att det har lett till en reallön som är 3 procent "för hög" och till 1,5 procent lägre sysselsättning i slutet av denna period än nödvändigt (motsvarande 60 000 förlorade jobb). Kalkylen baseras på antagandet att arbetskraftens efterfrågeelasticitet är 0,5.<sup>11</sup> Var-

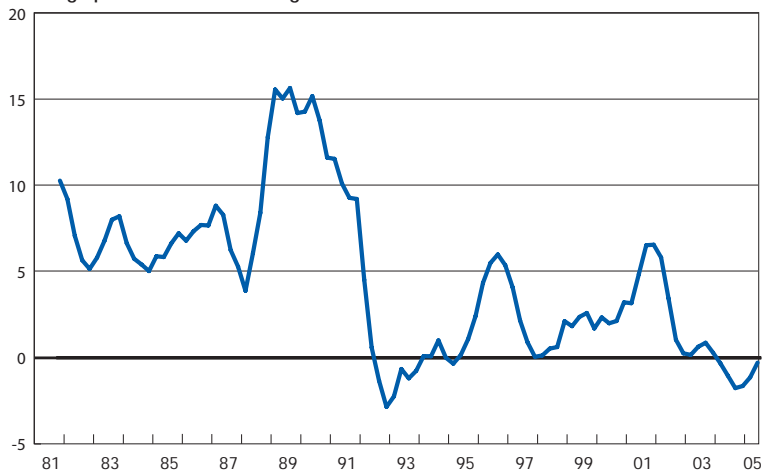
<sup>11</sup> Om efterfrågeelasticiteten är 0,5 ändras efterfrågan på arbetskraft med 0,5 procent om reallönen ändras med 1 procent. En ökning av reallönen med 3 procent skulle således minska efterfrågan på arbetskraft med 1,5 procent ( $0,5 * 0,03 = 0,015$ ). Om antalet sysselsatta i utgångsläget uppgår till 4 000 000 personer skulle en höjning av reallönen med 3 procent, allt annat lika, leda till en minskning av antalet sysselsatta med 60 000 personer ( $0,015 * 4\ 000\ 000 = 60\ 000$ ).

tiainen menar att den höga arbetslösheten inte kan bero på en dåligt fungerande lönebildning eftersom löneökningarna under samma period höll sig till "lönenormen" på 4 procent (inflationmål på 2 procent plus antagen produktivitetökning på 2 procent).

Samtidigt konstaterar Vartiainen att den faktiska produktivitetökningen blev så stor som i genomsnitt 3 procent per år under denna period (det vill säga mycket högre än vad de flesta prognosmakare inklusive löntagarnas organisationer räknat med), dock utan att notera att det är en viktig orsak till varför Riksbanken och de flesta andra prognosmakare överskattat inflationen. Denna produktivetsuppgång bör samtidigt till viss del ha motverkat de "för höga" reallöner som den "felavvägda" penningpolitiken enligt utsagan har förorsakat (en högre arbetsproduktivitet motiverar högre reallöner). På grund av den kraftiga produktivetsökningen har enhetsarbetskostnaden också utvecklats gynnsamt de senaste åren (se diagram 5). Därmed bör också den negativa effekten på arbetslösheten av den "felavvägda" penningpolitiken ha blivit betydligt mindre än vad Vartiainens beräkning indikerar. Hade löntagarna och arbetsgivarerna förutsett den höga produktivetsökningen hade det dessutom sannolikt lett till högre nominallöner vilket i sin tur hade bidragit till en högre inflation, allt annat lika. En längre tids uppgång i produktiviteten kan däremot *av andra skäl* under en övergångsperiod bidra till högre arbetslöshet (en aspekt vi återkommer till).

Vartiainen konstaterar att produktivetsökningen blev 3 procent per år utan att notera att det är en viktig orsak till varför de flesta prognosmakare överskattat inflationen.

Diagram 5. Enhetsarbetskostnad, fyra kvartals glidande medelvärde  
Årliga procentuella förändringar



Källa: Statistiska centralbyrån.

Det hade varit möjligt att ha en lägre reporänta under åren 2002–2003 från inflationssynpunkt, vilket, allt annat lika, sannolikt hade bidragit till en något högre inflation perioden därefter. Eftersom alla prognoser är osäkra är det meningslöst att spekulera i vad de hade betytt för sysselsättningen om vi hade vetat redan 2002 vad vi vet idag. Däremot kan det möjligtvis vara av intresse vad det hade kunnat betyda för sysselsättningen om Riksbanken istället hade följt andra prognosinstituts reporäntea- taganden.

En kontraktiv penningpolitik är inte orsaken till den låga inflationen eller till den höga arbetslösheten 2004 och 2005.

I fördjupningsrutan "Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2002–2004" i Inflationsrapport 2005:1 konstaterades att den penningpolitik som fördes 2002–2003 baserades på en konjunkturbild som inte mar- kant skilde sig från andra prognosmakares. Vidare konstaterades att det visserligen fanns bedömare som prognostiserade en något lägre inflation för 2004 än Riksbanken men att skillnaderna var små. Således hade det sannolikt inte fått någon större betydelse för penningpolitiken och heller inte för avvikelsen från inflationsmålet om penningpolitiken istället hade baserats på dessa prognoser. Det hade ställts avsevärda krav på penning- politiken för att inflationen 2004 skulle ha hamnat väsentligt närmare målet än vad som blev fallet. Det skulle då ha krävts att Riksbanken skulle ha förutsett en väsentligt annorlunda utveckling än vad andra prognos- makare förutsåg. Med facit i hand är bedömningen att den låga inflatio- nen under 2004 och 2005 beror på högre produktivetsökning, lägre importerad inflation och ändrade konkurrensförhållanden i svensk ekono- mi. En (medveten) kontraktiv penningpolitik är inte orsaken till den låga inflationen eller till den höga arbetslösheten.

Skillnaden mellan reporäntan 2002–2003 och den som KI förordade uppgick till endast 0,2 procentenheter.

Konjunkturinstitutet var en av de prognosmakare som tidigast juste- rade ner sina prognoser för inflationen och som också förordade att repo- räntan skulle sänkas i något snabbare takt än vad Riksbanken valde att göra. Skillnaden mellan den faktiska reporäntan under 2002–2003 och den reporänta som Konjunkturinstitutet förordade uppgick dock i genom- snitt till endast 0,2 procentenheter.<sup>12</sup> Det säger sig själv att en sådan liten skillnad i reporäntan skulle ha haft en marginell inverkan på arbetslöshe- ten. Konjunkturinstitutet har skattat att en höjning av reporäntan med 1 procentenhet under två år skulle ge knappt 14 000 fler arbetslösa.<sup>13</sup> Med ledning av denna uppskattning skulle således antalet arbetslösa ha varit cirka 2 800 färre om Riksbanken istället hade följt Konjunkturinstitutets reporäntea- taganden för de aktuella åren ( $0,2 \times 14\ 000 = 2\ 800$ ).

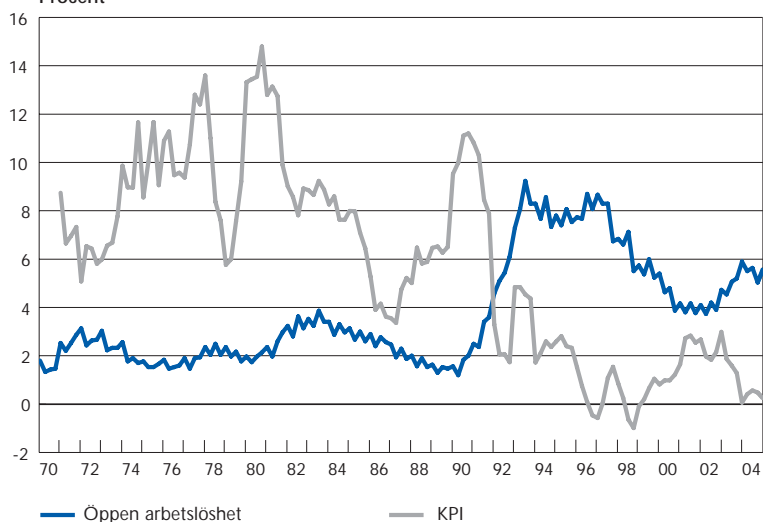
<sup>12</sup> Se Inflationsrapport 2005:1, sid. 55–60.

<sup>13</sup> Konjunkturinstitutet har då tagit hänsyn till att även arbetskraften påverkas av konjunkturläget. Det bör framhållas att det finns en betydande osäkerhet i sådana uppskattningar.

## Varför högre arbetslöshet sedan början av 1990-talet?

Under 1960-, 1970- och 1980-talet var arbetslösheten i genomsnitt betydligt lägre än under det senaste decenniet, samtidigt som inflationen, framförallt under 1970- och 1980-talet, var markant högre (se diagram 6). I debatten har det mot denna bakgrund ibland hävdats att den nya låginflationsregimen *i sig* kan ha bidragit till uppgången i arbetslösheten. Som vi ska se är det dock svårt att hitta några övertygande teoretiska eller empiriska belägg för detta påstående. Istället finns det en rad andra mer troliga förklaringar till varför arbetslösheten är så mycket högre för närvarande jämfört med närmast föregående decennier.

Diagram 6. Arbetslöshet som andel av arbetskraften (fyra månaders glidande medelvärde) och KPI-inflation (årlig procentuell förändring); 1970–2004  
Procent



Källa: Statistiska centralbyrån.

### DEN EKONOMISKA POLITIKEN 1960–1991

Mellan 1950 och 1975 bedrev Sverige vad som brukar kallas en "keynesiansk" stabiliseringspolitik. Konjunktursvängningarna parerades med hjälp av en aktiv finanspolitik. Denna stabiliseringspolitiska regim var relativt framgångsrik ända fram till mitten av 1960-talet. Målet om full sysselsättning ledde då till att politikerna frestades att bedriva en stabiliseringspolitik som var alltför expansiv. Den ekonomiska politiken eldade på konjunkturen i konjunkturuppgångar med överhettning och hög inflation som

Mellan 1950 och 1975 bedrev Sverige en "keynesiansk" stabiliseringspolitik som var relativt framgångsrik ända fram till mitten av 1960-talet.

följd. För att få bukt med inflationen tvingades man ibland bromsa ekonomin i efterföljande konjunkturnedgångar. Denna så kallade procykliska politik snarare förstärkte svängningarna i resursutnyttjandet. Riksbanken hade inte till uppgift att stabilisera inflationen. Den uppgiften delegerades istället indirekt till arbetsmarknadens parter som skulle komma överens om en lämplig löneökningstakt. Devalveringar var i princip uteslutna fram till 1971 på grund av Internationella valutafondens regelverk vilket skapade disciplin på arbetsmarknaden.

I mitten av 1970-talet skenade lönekostnaderna och konkurrenskraften urholkades; för att värna full sysselsättning genomfördes fem devalveringar mellan 1975 och 1982.

Systemet "bröt ihop" i mitten av 1970-talet då lönekostnaderna skenade och Sveriges internationella konkurrenskraft urholkades med stigande arbetslöshet som följd. För att värna målet om full sysselsättning genomförde regeringarna mellan 1975 och 1982 fem devalveringar av kronan om sammanlagt 25 procent. Denna så kallade ackommoderande ekonomiska politik upprätthöll Sveriges konkurrenskraft och höll nere arbetslösheten på en låg nivå. Arbetslösheten hölls nere också genom ökad offentlig sysselsättning. Mellan 1960 och slutet av 1980-talet steg andelen sysselsatta i den offentliga sektorn från 15 till 30 procent. De upprepade devalveringarna gjorde dock att det blev allt svårare att hålla inflationen under kontroll. Löntagarna försökte kompensera sig för den dåliga reallöneutvecklingen och företagets motivation att hålla emot var liten. Alla aktörer räknade med att kronan skulle devalveras om pris- och löneökningstakten blev alltför hög och konkurrenskraften hotades. Trots politiska utfästelser i inledningen av 1990-talet om att inflationsbekämpningen skulle stå i förgrunden för den ekonomiska politiken tvingades den "fasta" växelkursen överges 1992. De tidigare frekventa devalveringarna gjorde att marknaden inte längre fäste någon som helst tilltro till den fasta växelkursen.<sup>14</sup>

Genom devalveringarna och ökningen av anställningarna i den offentliga sektorn sköts sysselsättningsproblemen framåt i tiden.

Detta är i grova drag bakgrunden till varför det stabiliseringspolitiska regimskiftet genomfördes 1992. Mot denna bakgrund finns det också skäl att hävda att arbetslösheten under 1970- och 1980-talet var lägre än den nivå som är långsiktigt hållbar. Genom devalveringarna och ökningen av anställningarna i den offentliga sektorn sköts sysselsättningsproblemen bara framåt i tiden. Situationen sammanfattas bra av Forslund & Holmlund (2003) citat, "Det förefaller...[...]...utomordentligt osannolikt att arbetslöshetsnivåer på de extremt låga nivåer som vi hade kring 1990 skulle vara förenliga med en stabil och låg inflationstakt, nu lika lite som kring 1990".

<sup>14</sup> Se också Lindbeck (2005).

## ÄR INFLATIONSMÅLET FÖR LÅGT?

Det finns emellertid ett fåtal akademiska studier, som också återopats i den ekonomisk-politiska debatten, som indikerar att en höjning av inflationsmålet, under vissa förutsättningar, skulle kunna bidra till en permanent höjning av sysselsättningen. Dessa studier bygger ofta på något av följande antaganden: (i) att relativlöneanpassningar är svåra vid låga inflationstal eftersom nominallönerna är trögrörliga nedåt (se Holden, 1994 och Akerlof, Dickens & Perry, 1996), (ii) att de ekonomiska agenterna, särskilt vid låga inflationstal, inte är (fullt ut) rationella då de i första hand bryr sig om nominella kontrakt (t.ex. löneavtal) och inte reala (se Akerlof, Dickens & Perry, 2000 och Lundborg & Sacklén, 2002, 2003), och (iii) att priser och löner *även på lång sikt* anpassas med viss fördröjning till penningpolitiska förändringar (se Karanassou, Sala & Snower, 2003a, b), ett något svårtolkat argument. Det kan finnas skäl att kommentera några av dessa studier lite närmare.

Ett fåtal studier indikerar att en höjning av inflationsmålet skulle kunna bidra till en permanent höjning av sysselsättningen.

*Akerlof, Dickens & Perry (1996, 2000) och Lundborg & Sacklén (2003)*

Akerlof, Dickens & Perry har i två omgångar ifrågasatt den långsiktiga vertikala Phillipskurvan. Deras första argument (Akerlof, Dickens & Perry, 1996) baseras på observationen att det finns ett motstånd mot nominella lönesänkningar vilket försvårar relativlöneanpassningar. Vid låg inflation kan detta leda till ökad arbetslöshet. Deras andra argument (Akerlof, Dickens & Perry, 2000) baseras på antagandet att hushållen inte bryr sig om inflationen om den är mycket låg, vilket gör att hushållens nominallönekrav blir för låga. De "för låga" reallönerna gör att sysselsättningen kan öka. Ju högre den inflation är som hushållen bortser ifrån desto högre är den potentiella sysselsättningsvinsten. Om den högsta inflationstakt som hushållen inte bryr sig om skulle ligga över Riksbankens inflationsmål skulle således sysselsättningen kunna ökas varaktigt om inflationsmålet höjdes något. Reallönerna skulle därmed kunna sänkas och sysselsättningen öka. Lundborg & Sacklén argumenterar, med utgångspunkt från en empirisk studie baserad på hypotesen i Akerlof, Dickens & Perry (2000), för att en höjning av inflationsmålet från dagens 2 till 4 procent skulle kunna ge en *varaktigt* högre sysselsättning i Sverige.

Det finns dock flera invändningar mot såväl de teoretiska utgångspunkterna som de empiriska slutsatserna:

Det har varit svårt att påvisa något starkt empiriskt stöd för den första hypotesen (Akerlof, Dickens & Perry, 1996).<sup>15</sup> Trots detta har Riksban-

<sup>15</sup> Se Lundborg & Sacklén (2002).



ken valt att definiera ett stabilt penningvärde i termer av en inflationstakt på 2 och inte 0 procent.<sup>16</sup> En inflation på 2 procent och en produktivitetsökning på 2 procent skapar teoretiskt möjlighet till relativlöneförändringar på exempelvis 8 procent per år vid en genomsnittlig löneökningstakt på 4 procent, förutsatt att andra lika stora löntagargrupper som de som får förbättringar avstår från löneökningar. De flesta bedömare (t.ex. Konjunkturinstitutet och Medlingsinstitutet) anser att lönebildningen har fungerat väl de senaste åren, så det är svårt att se att relativlöneargumentet med nuvarande nivå på inflationsmålet skulle ha någon större praktisk betydelse.

Den andra hypotesen (Akerlof, Dickens & Perry, 2000) bygger på att hushållen inte är fullt ut rationella eftersom de antas bortse från inflationen vid låga inflationstal (detta beteende har i litteraturen kommit att kallas för "near-rationality"). Detta är kanske ett rimligt argument vid ett givet ögonblick då kostnaden av att sätta lönen "för lågt" är väldigt liten. Kostnaden av att *alltid* bete sig på detta sätt över tiden blir dock givetvis stor och det är rimligt att tro att hushållen så småningom inser detta.<sup>17</sup> En mer trolig hypotes är istället att hushållen faktiskt anpassar sitt beteende men att det eventuellt tar längre tid vid låga inflationstal än vid höga. Därmed skulle det heller inte finnas något utbytesförhållande mellan inflation och arbetslöshet på lång sikt.

Ett annat argument mot de teoretiska fundamenten är att i en trovärdig inflationsmålsregim borde det vara lättare för hushållen eller löntagarnas organisationer att fatta rationella beslut om vad som bör utgöra ett lämpligt referensvärde för löneökningarna. Riksbankens inflationsmål plus produktivitetsökningen i ekonomin bör *i genomsnitt* vara en naturlig utgångspunkt för lönebildningen. Tilläggas bör att Riksbanken eftersträvar öppenhet och transparens. En penningpolitik baserad på oklarhet om innebörden för löntagarna är emot dessa strävanden.

Det bör också framhållas att när Lundborg & Sacklén (2003) menar att det finns empiriska belägg för deras slutsatser bygger detta på ett statistiskt material där antalet observationer är litet för den period vi har haft ett inflationsmål och där antalet observationer som är särskilt centrala för just den metod de använder är mycket litet. Därmed blir slutsatserna osäkra och det blir rimligtvis svårt att dra de starka policyslutsatser som Lundborg & Sacklén (2003) gör.

I en översikt av den relativt begränsade akademiska litteratur som

<sup>16</sup> Ett annat skäl till att inte ha ett mål på 0 procents inflation är att en sådan låg nivå kan öka risken för deflation. Ett tredje skäl är att realräntan *i vissa fall* kan behöva bli negativ; reporäntan kan inte sänkas lägre än till noll procent. Om reporäntan är noll procent och inflationen samtidigt är positiv blir realräntan negativ.

<sup>17</sup> Se också Blinder (2000).

indikerar att det kan finnas ett långsiktigt utbytesförhållande mellan inflation och sysselsättning gör Holden (2004, s. 15) följande sammanfattning:

“So far it would, nevertheless, be fair to say that the evidence of long-run inflation – unemployment trade-off is disputed. Among other things, several of these studies are based on rather restrictive assumptions; see for example the discussion of Akerlof et al. (1996) by Gordon (1996) and Mankiw (1996)...[...]”.

Mot denna bakgrund är det svårt att se att det *idag* finns några övertygande argument eller empiriska belägg för att inflationsmålets nivå i sig skulle ha bidragit till uppgången i arbetslösheten sedan krisen i början av 1990-talet. Det finns emellertid skäl att fortsättningsvis följa forskningen på detta område.

Det är svårt att se att det idag finns några övertygande argument för att inflationsmålets nivå i sig skulle ha bidragit till arbetslösheten.

#### PERSISTENT ARBETSLÖSHET ORSAKAD AV 1990-TALSKRISEN

Den kraftiga ökningen av arbetslösheten i början av 1990-talet var till stor del orsakad av omfattande makroekonomiska störningar, till övervägande del inhemskt genererade på grund av en misslyckad ekonomisk politik (se den tidigare diskussionen). Samtidigt finns det undersökningar som talar för att jämviktsarbetslösheten steg trendmässigt under en längre period fram till och med början av 1990-talet (Forsslund & Holmlund, 2003). Att arbetslöshetsnivån har förblivit relativt hög sedan dess tyder i första hand på strukturella problem i svensk ekonomi. En faktor som talar för det är att arbetslöshetsnivån inte sjönk mer än till 4 procent när den senaste högkonjunkturen kulminerade. Till viss del kan detta också bero på att anpassningen mot den långsiktiga jämvikten efter krisen i början av 1990-talet kan ha gått mycket långsamt. Arbetslösheten kan vara trögriktig eller *persistent* och i extrema perioder till och med uppvisa *hysteresis*. Om arbetslösheten är persistent återgår den, om än långsamt, till jämviktsarbetslösheten. Vid *hysteresis* tenderar dock den långsiktiga arbetslöshetsnivån att påverkas av den faktiska arbetslöshetens utveckling.<sup>18</sup>

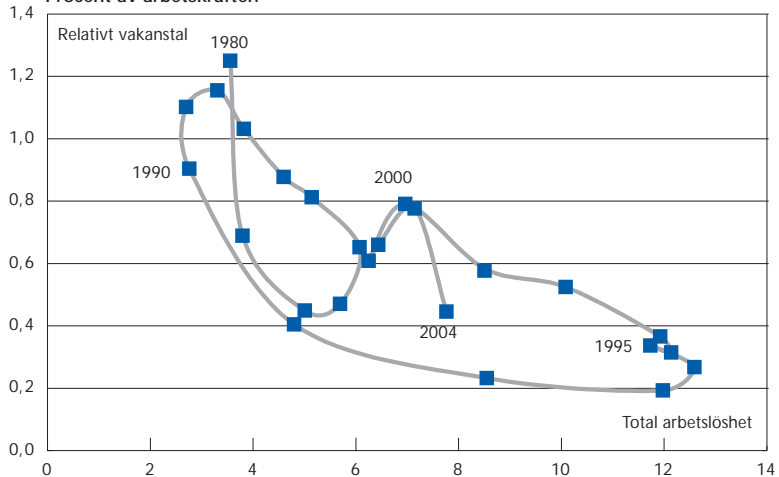
Att arbetslöshetsnivån förblivit relativt hög sedan början av 1990-talet tyder på strukturella problem i svensk ekonomi.

<sup>18</sup> Det finns flera teoretiska förklaringar till persistens. En är att så kallade insiders (de som redan har ett arbete) har ett maktövertag i förhållande till outsiders (de arbetslösa) som de utnyttjar vid lönesättningen. Lönerna kommer därmed att bestämmas utifrån insiders intressen och inte utifrån vad som hade varit optimalt ur de arbetslösas perspektiv. En annan teori utgår från att långa arbetslöshetsperioder kan försvaga de arbetslösas incitament till att söka efter arbete, vilket skulle kunna reducera den lönenedpressande effekten av hög arbetslöshet och samtidigt försämra matchningen mellan arbetslösa och lediga platser. En tredje teori förklarar persistens med att de arbetslösa förlorar yrkesfärdigheter och att de därmed blir mindre attraktiva för arbetsgivarna. Se Björklund m.fl. (2000) för en översikt.

Uppgången i arbetslösheten kan till viss del bero på att matchningen mellan arbetslösa och vakanser blev betydligt sämre efter 1995.

Det finns tecken på att uppgången i arbetslösheten till viss del kan bero på att matchningen mellan arbetslösa och vakanser var betydligt sämre mellan 1995 och 2003 än under första hälften av 1990-talet. Vakansgraden under perioden 1995–2003 var nämligen högre vid motsvarande arbetslöshetsnivå. Detta förhållande illustreras med den så kallade Beveridgekurvan (se diagram 7).<sup>19</sup> Om arbetslösheten ökar samtidigt som vakanserna minskar brukar det tolkas som en konjunkturbetingad variation i efterfrågan på arbetskraft. Om arbetslösheten och vakanserna ökar samtidigt brukar det istället tolkas som att matchningen mellan vakanser och arbetslösa försämras. Det första fallet illustreras med en rörelse utefter en viss Beveridgekurva. Det andra fallet illustreras med en förskjutning utåt av Beveridgekurvan.

Diagram 7. Beveridgekurva; 1980–2004  
Procent av arbetskraften



Källor: Statistiska centralbyrån och Riksbanken.

Det är dock inte lätt att avgöra vad den till synes försämrade matchningen skulle kunna bero på. Ett ökat inflöde i arbetslöshet till följd av en snabbare strukturomvandling i ekonomin skulle kunna vara en förklaring.<sup>20</sup>

<sup>19</sup> Se också fördjupningsrutan "Brist och matchningsproblem på arbetsmarknaden" i Inflationsrapport 2002:3 eller Konjunkturinstitutets lönebildningsrapport, 2004. Försämringen av matchningsprocessen ser inte riktigt lika markant ut om man justerar Beveridgekurvan för konjunkturbetingade in- och utflöden i arbetskraften (se Holmlund, 2003).

<sup>20</sup> Se också Forslund & Holmlund (2005) och Konjunkturinstitutets lönebildningsrapport för 2004.

Matchningsprocessen ser ut att ha förbättrats något den senaste tiden, även om den inte ser ut att fungera lika bra som under början av 1990-talet. Denna förbättring kan dock till stor del vara skenbar även om vissa uppstramningar har genomförts i tillämpningen av det arbetsmarknadspolitiska regelverket. Att matchningsprocessen idag ser bättre ut beror troligen till stor del på ökad sjukfrånvaro. Arbetslösa som registreras som sjuka räknas inte som arbetsökande i statistiken. Det skärpta regelverket i arbetsmarknadspolitiken och olika ersättningsnivåer i arbetslöshetsförsäkringen och sjukförsäkringen har sannolikt medfört en överströmning från arbetslöshets- till sjukförsäkringen.<sup>21</sup>

Matchningsprocessen ser ut att ha förbättrats något men det kan bero på ökad sjukfrånvaro.

#### HAR UNDERSKRIDANDET AV INFLATIONSMÅLET ÖKAT JÄMVIKTSARBETSLÖSHETEN?

I debatten har bland annat LO fört fram att underskridandet av inflationsmålet sett över hela perioden sedan målet infördes har lett till en onödigt svag efterfrågan på arbetskraft som i sin tur bidragit till förlorad yrkesfärdighet hos de som inte får jobb. Om arbetsgivarna därigenom blivit mindre benägna att anställa dessa personer kan detta ha lett till att jämviktsarbetslösheten har ökat menar LO. LO:s lösning på detta problem är dels att både penning- och finanspolitiken bör användas mer aktivt på kort sikt för att förhindra långsiktiga negativa effekter på jämviktsarbetslösheten, dels att penningpolitiken bör ta större real hänsyn.<sup>22</sup>

Det faktum att den faktiska inflationen i genomsnitt har hamnat något under målet i har av vissa tolkats som att Riksbanken agerat mer kraftfullt vid risk för hög inflation än vid risk för låg inflation, det vill säga att penningpolitiken skulle ha bedrivits asymmetriskt, och att det i sin tur skulle ha bidragit till en onödigt hög arbetslöshet. Det finns anledning att kommentera både detta och LO:s syn på hur penningpolitiken kan påverka jämviktsarbetslösheten och vad som bör göras för att undvika det senare. Låt oss dock börja med att studera avvikelsen från inflationsmålet.

Att inflationen i snitt hamnat något under målet har tolkats som att Riksbanken agerat mer kraftfullt vid risk för hög än vid risk för låg inflation.

Inflationsmålet på 2 procent, som introducerades 1993 men som började gälla fullt ut först från 1995 är definierat i termer av konsumentprisindex, KPI. Under en längre period har emellertid de penningpolitiska besluten baserats på ett mått på den underliggande inflationen, UND1X. Till skillnad från KPI exkluderar UND1X bland annat räntekostnader för egnahem. Mellan 1995 och 2004 uppgick UND1X i genomsnitt till 1,8 procent. Mätt med detta mått går det inte att motivera att penningpolit-

Sedan 1995 har inflationen enligt UND1X i snitt varit 1,8 procent.

<sup>21</sup> Numera erhåller en arbetslös person som blir sjuk dock den lägre av de två ersättningarna.

<sup>22</sup> Se rapporten "Ekonomiska utsikter våren 2005".

iken i någon högre grad har varit systematiskt fel avvägd.<sup>23</sup> Under samma period har inflationen mätt med KPI endast uppgått till 1,4 procent. Detta beror emellertid till stor del på den kraftiga nedgång i det allmänna ränteläget som har skett efter det att den nya låginflationsregimen infördes; i takt med att räntenivån sjönk minskade också räntekostnadsposten i KPI.

Under 1996–1997 var inflationen låg till följd av ett relativt sett högt ränteläge åren dessförinnan. Det var under en övergångsperiod befogat med en relativt stram penningpolitik för att vinna trovärdighet för den nya inflationsmålpolitiken. Under 1994–1995 låg inflationsförväntningarna nämligen på en betydligt högre nivå än inflationsmålet. Det då höga ränteläget hade sannolikt en i huvudsak temporär negativ effekt på arbetslösheten.

Under 1998–1999 var inflationen också låg trots ett lågt ränteläge åren dessförinnan och snabb efterfrågetillväxt. Under denna period genererades den låga inflationen av avregleringar, lägre importpriser och en överraskande snabb produktivitetsökning, alltså av faktorer på ekonomins utbudssida. De två senare faktorerna bidrog också, som vi tidigare noterade, till den låga inflationen under 2004.

Sett i backspegeln finns det således naturliga förklaringar till varför inflationen i genomsnitt underskridit målet något under den senaste tioårsperioden. Det beror inte på att Riksbanken bedömt målavvikelser uppåt som mer allvarliga än målavvikelser nedåt utan är ett resultat av dels övergången från hög- till låginflationsregim, dels förändringar på ekonomins utbudssida som vare sig Riksbanken eller andra prognosmakare förutsett.<sup>24, 25</sup>

LO:s farhågor att en längre tids hög faktisk arbetslöshet i sig kan leda till en ökad jämviktsarbetslöshet är värd att tas på allvar. En viktig fråga i detta sammanhang är dock om detta potentiella problem ska, som LO föreslår, lösas genom att stabiliseringspolitiken blir mer "finjusterande" med avseende på efterfrågeläget i ekonomin eller genom åtgärder som bidrar till att upprätthålla humankapitalet hos de arbetslösa och som gör att arbetsmarknaden blir mer flexibel. I den ekonomiska litteraturen råder i det närmaste enighet om att en *finjusterande* stabiliseringspolitik, oavsett om det handlar om finans- eller penningpolitik, riskerar att bli destabiliserande i stället för stabiliserande. Ett skäl till detta är de betydande

Det finns naturliga förklaringar till varför inflationen i snitt varit något lägre än målet under den senaste tioårsperioden.

<sup>23</sup> Beräkningen baseras på den definition av KPI (och därmed indirekt UND1X) som gällde till och med 2004. Detta är mest rättvisande eftersom det var den definition som var relevant för penningpolitiken fram till dess. Vid årsskiftet bytte SCB metod för hur KPI beräknas. Denna omläggning medförde att den mätta inflationen i genomsnitt sjönk med 0,2 procentenheter. Med det nya sättet att mäta KPI på har UND1X i genomsnitt uppgått till 1,6 procent fram till och med tredje kvartalet 2005, men då beror som sagt den lägre uppmätta genomsnittliga inflationen till 0,2 procentenheter på definitionsförändringen.

<sup>24</sup> Se också Heikensten (2005a).

<sup>25</sup> Att oväntade utbudstörningar har haft en avgörande betydelse för underskridandet av inflationsmålet stöds i en studie av Adolfsson m.fl. (2005).

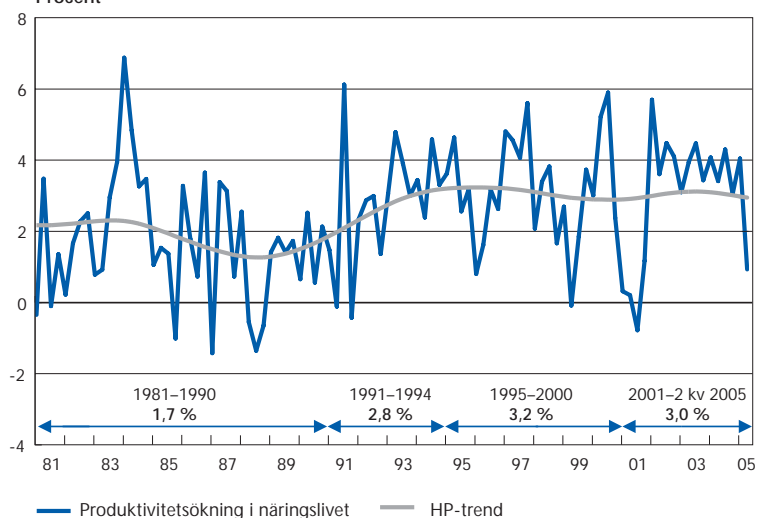
tidsfördröjningar som finns från det att behovet av en stabiliseringspolitisk åtgärd observeras tills beslut om en åtgärd är fattat och åtgärden får effekt. En politik som syftar till en mindre störningskänslig arbetsmarknad är att föredra.

## PERMANENT PRODUKTIVITETSUPPGÅNG

En annan förklaring till den markanta ökningen i arbetslösheten sedan början av 1990-talet kan vara den relativt kraftiga höjningen av produktiviteten (vilket också bidragit till den låga inflationen). Krisen i början 1990-talet föregicks av en nedgång av produktivitetsoökningen, vilket följdes av ett relativt kraftigt uppsving, som inledningsvis delvis sannolikt var en konjunkturbetingad återhämtning (se diagram 8). Produktivitetsoökningen har dock fortsatt att vara hög även efter mitten av 1990-talet, vilket tyder på en mer bestående förändring. I samband med krisen skedde också en snabb omfördelning av arbetskraft från låg- till högproduktiva sektorer och från offentlig till privat sektor. Arbetskraftsintensiva produktionsprocesser har också flyttats ut till tillväxtländer som har lägre arbetskostnader. Denna strukturomvandling kan ha bidragit till den svaga sysselsättningsutvecklingen under andra hälften av 1990-talet fram till idag men på lång sikt kommer denna process med medföljande produktivetsförbättring sannolikt att leda till nya sysselsättningstillfällen i Sverige.<sup>26</sup>

En förklaring till ökningen i arbetslösheten sedan början av 1990-talet kan vara den relativt kraftiga höjningen av produktiviteten.

Diagram 8. Produktivitetsoökning i näringslivet; 1981–2 kv 2005  
Procent



Källor: Statistiska centralbyrån och Riksbanken.

<sup>26</sup> Se fördjupningsrutan "Hur uthållig är den senaste tidens produktivetsuppgång?", Inflationsrapport 2004:1, för en utförligare diskussion av produktivitetsoökningen.

En diskussion pågår om huruvida produktivetsökningar leder till ökad eller minskad sysselsättning.

Det bör samtidigt framhållas att det i makrolitteraturen pågår en diskussion om huruvida produktivetsökningar leder till ökad eller minskad sysselsättning.<sup>27</sup> Ett inslag i denna diskussion är om ökad produktivitet, som går hand i hand med ökade reallöner, bidrar till ett ökat eller minskat arbetsutbud. En ökad reallön har både en så kallad substitutionseffekt som bidrar till att öka arbetsutbudet (eftersom den högre reallönen gör det mer lönsamt att arbeta i förhållande till att vara ledig) och en inkomsteffekt som istället tenderar att minska arbetsutbudet (om inkomsten ökar vid en given arbetsinsats kan man ta ut mer ledig tid och ändå behålla samma konsumtionsstandard som innan reallönehöjningen). Som vi konstaterade inledningsvis har realinkomsterna växt i snabbare takt än genomsnittet för de närmast föregående decennierna. Om de högre realinkomsterna bidragit till ett minskat arbetsutbud kan det i sig förklara en del av nedgången i antalet arbetade timmar.

## Varför utvecklas arbetskraften svagt?

Arbetsutbudet har utvecklats mycket svagt de senaste åren trots en gynnsam demografisk utveckling.

Den höga arbetslösheten idag är givetvis ett stort problem. Ett kanske större problem på lång sikt ur ett samhällsekonomiskt perspektiv är att arbetsutbudet de senaste åren har utvecklats mycket svagt trots en gynnsam demografisk utveckling (se diagram 4). Den svaga utvecklingen av arbetskraften kan sannolikt till viss del förklaras av ökade satsningar på högre utbildning (och möjligtvis också av minskat arbetsutbud till följd av stigande realinkomster) men en stor del kan förmodligen förklaras av andra, mer negativa, faktorer.

Sjukfrånvaro och förtidspensioneringar har ökat starkt under 2000-talet utan att det finns några medicinska faktorer som talar för att folkhälsan blivit sämre under denna period. Den 1 januari i år uppbar totalt 541 700 personer "sjuk- och aktivitetsersättning" (tidigare kallad förtidspension), vilket motsvarar 10 procent av befolkningen i arbetsför ålder (16–64 år). Över en miljon personer i arbetsför ålder (räknat i helårsekvivalenter), eller nästan var femte person, får idag hela sin försörjning från olika bidrag.<sup>28</sup>

Det finns anledning att fundera på vad som kan förklara ökningen av antalet sjukskrivningar, antalet bidragsberoende, samt den svaga utvecklingen av arbetsutbudet i stort.

<sup>27</sup> Se exempelvis Christiano m.fl. (2004) och Gali (1999).

<sup>28</sup> Se *Konjunkturläget*, augusti 2005. Med bidrag avses här sjuk- och rehabiliteringspenning, sjuk- och aktivitetsersättning (tidigare förtidspension), arbetsmarknadsersättningar vid arbetslöshet eller i samband med arbetsmarknadspolitiska åtgärder, samt socialbidrag.

## TÄNKBARA FÖRKLARINGAR TILL DEN ÖKADE SJUKFRÅNVARON

Vissa hävdar att ändrade arbetsorganisationer mot större decentralisering och större ansvar för den enskilde kan ha lett till ökad psykologisk press för vissa grupper arbetstagare. Sjukfrånvaron har dock inte ökat i andra länder som genomgått samma förändring av arbetsorganisationen.<sup>29</sup>

Ändrade arbetsorganisationer kan ha lett till ökad psykologisk press.

Ökad stress, särskilt för dubbelarbetande kvinnor (som har ökat sin förvärvsfrekvens de senaste årtiondena), kan också i viss utsträckning ha bidragit till de högre sjuktalen. Detta argument stöds av att sjukfrånvaron ökat särskilt bland kvinnor. Detta har dock sannolikt att göra med en allmän tidsbrist som inte nödvändigtvis är kopplad till situationen på arbetet. Problemet kan accentueras av att det är dyrt på grund av höga skatteklivar att köpa hushållstjänster (bortsett från subventionerad barn- och äldreomsorg).<sup>30</sup>

Ökad stress kan också i viss utsträckning ha bidragit till de högre sjuktalen.

LO-ekonomen Hans Karlsson har hävdat att hälften av de förtidspensionerade och långtidssjukskrivna i praktiken är arbetsföra.<sup>31</sup> En observation som styrker ett sådant påstående är att Sverige har en mycket högre andel sjukskrivna än genomsnittet för EU trots att det (än så länge) inte finns några bra förklaringar till detta. Sverige har en längre genomsnittlig livslängd än Europa i övrigt, vilket tvärtom skulle tala för ett relativt gott hälsoläge. En annan faktor som kan ge ett visst stöd åt Hans Karlssons påstående är att det vid en regional jämförelse finns en hög grad av korrelation mellan andelen sjukskrivna och andelen arbetslösa (se Edling, 2005).<sup>32</sup>

Förändrade sociala normer kan enligt Lindbeck (2003) också ha bidragit till den ökade sjukfrånvaron. Acceptansen att leva på bidrag har sannolikt blivit betydligt större i takt med att välfärdssektorn byggs ut och i takt med att fler och fler personer blir bidragsberoende. Den kraftigt ökade arbetslösheten i vissa regioner har bidragit till att skapa särskilda "arbetslöshetskulturer" där ett liv baserat på bidrag blivit mer accepterat än tidigare. I norra Sverige är fler sjukskrivna eller förtidspensionerade än i södra Sverige trots att det är svårt att hitta några medicinska motiv till detta. Dessa regioner har också högre arbetslöshet. Den högre sjukfrånvaron i dessa regioner kan sannolikt delvis förklaras av att många arbetslösa felaktigt uppbär sjukpenning istället för arbetslöshetsunderstöd.

Ändrade sociala normer kan också ha bidragit.

Att betydelsen av ändrade sociala normer kan ha bidragit till de ökade sjukskrivningarna i Sverige menar Lindbeck stöds av ovan nämnda faktum att det inte finns några medicinska förklaringar till att hälsotillståndet

<sup>29</sup> Lindbeck (2003).

<sup>30</sup> Lindbeck (2003).

<sup>31</sup> Se intervju med Hans Karlsson i *Dagens Industri* 2005-03-16.

<sup>32</sup> En sådan korrelation skulle visserligen också kunna tyda på att långa perioder av arbetslöshet bidrar till högre ohälsa.



har försämrats i Sverige jämfört med andra länder eller jämfört med för några årtionden sedan. En opinionsundersökning som Lindbeck hänvisar till visar att 41–48 procent av de tillfrågade anser sig ha rätt att sjukskriva sig utan att vara sjuka. Därtill anser 20 procent sig ha rätt att sjukskriva sig om de vantrivs på jobbet eller har en dålig chef. Detta tyder på att sjukförsäkringen har kommit att användas också för andra ändamål än traditionell sjukdom.

De idag höga sjuk- och ohälsotalen som inte går att verifiera utifrån strikt medicinska grunder, indikerar också att det kan finnas grundläggande problem i sjukskrivningsrutinerna. Det finns studier som visar att andelen fall där läkaren föreslår sjukskrivning som behandlingsåtgärd först efter att patienten själv föreslagit det uppgår till 90 procent och att patienten sällan nekas sjukskrivning om han/hon vill bli sjukskriven.<sup>33</sup>

#### INCITAMENTSPROBLEM I BIDRAGS- OCH SKATTESYSTEMET

I socialförsäkrings-systemet finns inslag av överutnyttjande till följd av att individer anpassar sitt beteende.

Det finns från arbetsutbudssynpunkt andra typer av incitamentsproblem i socialförsäkrings- och skattesystemet:

I socialförsäkringsystemet finns sannolikt ett betydande inslag av "moral hazard", det vill säga överutnyttjande till följd av att individer anpassar sitt beteende så att de själva genererar ett försäkringsfall. Systematiska studier tyder på att exempelvis regelsystem som tillåter arbetslöshetsunderstöd under mycket långa perioder förlänger arbetslöshetsperioden.<sup>34</sup> En studie av Johansson & Palme (2005) stöder uppfattningen att det finns problem med "moral hazard" i det svenska sjukförsäkringssystemet.

Bidragfusk är sannolikt också förekommande. Exempelvis visar en aktuell studie av Thoursie (2004) att yngre män i hög utsträckning har utnyttjat sjukförsäkringen i samband med stora sportevenemang.

#### *Behov av förbättrade ekonomiska drivkrafter för arbete*

Behovet av ett ökat arbetsutbud måste stå i centrum för den ekonomisk-politiska debatten.

Den negativa utvecklingen av antalet personer i arbetskraften ter sig än mer bekymmersam i ljuset av att befolkningen i yrkesverksam ålder i förhållande till de äldre och yngre väntas falla de kommande 40 åren. Mot denna bakgrund måste med nödvändighet behovet av ett ökat arbetsutbud stå i centrum för den ekonomisk-politiska debatten. Det vore ett misstag att i en sådan diskussion bortse från hur drivkrafterna för arbete

<sup>33</sup> Se fördjupningsrutan "Den svenska sjukfrånvaron", *Konjunkturläget juni 2003*, för referenser.

<sup>34</sup> Se exempelvis IFAU:s remissvar till betänkandet "Ökad rörlighet för sysselsättning och tillväxt" för referenser.

påverkas av skatte- och socialförsäkringssystemet med hänvisning till att det finns goda motiv till nuvarande utformning av systemen.

Konjunkturinstitutet publicerar sedan förra året en indikator för den så kallade utbytesgraden. Utbytesgraden definieras som den andel av en arbetskostnadsökning som tillfaller arbetstagaren efter skatt (inkluderande inkomstskatt, arbetsgivaravgifter och moms), ökade avgifter och minskade bidrag (t.ex. bostadsbidrag). Utbytesgraden visar vad en person som redan har ett jobb får behålla av en inkomstökning till följd av ett ökat arbetsutbud eller en löneökning. Enligt Konjunkturinstitutets beräkningar uppgår den genomsnittliga utbytesgraden i år till 40,2 procent.<sup>35</sup> För cirka 5 procent av de arbetande svenskarna är utbytesgraden lägre än 30 procent.

En annan indikator på drivkraften för att ta ett arbete är ersättningsgraden. Detta mått visar vad som händer med hushållets disponibla inkomst när en person går från att vara arbetslös, sjukskriven, eller socialbidragstagare till att arbeta. En studie av regeringen (bilaga 3 till 2005 års budgetproposition) visar att det finns extrema fall av ersättningsgrader; för ett tvåbarnshushåll där båda makarna är försörjda genom socialbidrag krävs en månadslön på minst 24 400 kronor för att det ska vara lönsamt för hushållet att en av makarna tar ett arbete.

Utbytes- eller ersättningsgraden visar inte hur människors beteende påverkas av skatter och bidrag, utan ger bara en indikation på drivkrafterna att öka sitt arbetsutbud eller ta ett arbete. Det finns en relativt omfattande empirisk litteratur i vilken arbetsutbudseffekterna av ändrade skatter har studerats för personer som redan har ett jobb (studier som berör personer som lever på bidrag är däremot få). Resultaten tyder på att arbetsutbudet för ensamstående mödrar och kvinnor med låga inkomster är mer känsligt för ändrade drivkrafter för arbete än andra grupper. Det tyder på att det skulle kunna vara möjligt att öka denna grupps arbetsutbud. Arbetsutbudet för personer med högre inkomst har dock, i empiriska studier, inte visat sig vara lika känsligt för ändrade drivkrafter för arbete.<sup>36</sup> Det senare resultatet tas ibland som intäkt för att höga marginalsatser för höginkomsttagare inte skulle vara ett så stort problem ur arbetsutbudssynpunkt. Det finns anledning att kommentera detta.

Höga marginalsatser på arbete minskar utbildningspremien vilket i förlängningen kan vara skadligt för den ekonomiska tillväxten.<sup>37</sup> Höga skatteklivar på arbete kan utgöra en bromskloss för den strukturomvand-

Utbytes- eller ersättningsgraden ger en indikation på drivkrafterna till att öka sitt arbetsutbud eller ta ett arbete.

<sup>35</sup> Se *Konjunkturläget*, mars 2005.

<sup>36</sup> Se exempelvis *Vem tjänar på att arbeta?*, bilaga 14 till LU 2003/2004 för en översikt.

<sup>37</sup> Eftersom antalet högskolestuderande har ökat markant över tiden, mycket beroende på att antalet högskoleplatser ökat till följd av högre anslag, är det dock sannolikt svårt att hitta något empiriskt stöd för denna farhåga.

<sup>38</sup> Se också Henrekson (1998).

Höga marginalskatter på arbete minskar utbildningspremien vilket i förlängningen kan vara skadligt för den ekonomiska tillväxten.

ling som pågår från jobb i industrin till jobb i tjänstesektorn.<sup>38</sup> Det finns också faktorer som talar för att befintliga empiriska studier kan underskatta höginkomsttagarnas arbetsutbudselasticitet. De flesta studier är gjorda på data från 1970- och 1980-talet. Under denna period beskattades arbets- och kapitalinkomster tillsammans och detta skulle enligt Sacklén (2005) kunna förklara de låga arbetsutbudselasticiteterna. Före skattereformen var den formella progressiviteten i skattesystemet hög. Stora möjligheter till skatteplanering och omfattande avdragsmöjligheter, som ofta ledde fram till nolltaxering, gjorde dock att progressiviteten i skattesystemet var långt mindre än vad de formella skatteskalorna gav sken av. I nuvarande svenska skattesystem är möjligheterna till skatteplanering starkt begränsat och vi har en separat beskattning av arbets- och kapitalinkomster. Jämfört med läget på 1970- och 1980-talet är detta en annorlunda situation och enligt Sacklén (2005) kan detta komma att leda till större effekter på arbetsutbudet av ändrade skatter.

Behovet av nya arbetsutbudsstudier är stort inte minst när det gäller frågan om man med skattereformer kan stimulera arbetsutbudet i en situation där den demografiska utvecklingen bidrar till ett sjunkande arbetsutbud med negativa effekter på både ekonomisk tillväxt och offentliga finanser. Ur det senare perspektivet finns det också ett stort behov av empiriska studier som visar hur skatte- och bidrag påverkar hushållens beteenden när det gäller avvägningen att leva på bidrag kontra att ta ett jobb.

En översyn av drivkrafterna för arbete i skatte- och bidragssystemet är befogat.

Ett annat relevant inslag i en diskussion om hur arbetsutbudet ska kunna öka är hur man ska förmå den äldre delen av arbetskraften att inte gå i pension för tidigt. Riksbanken har vid flera tillfällen lyft fram att det skattegynnade privata pensionssparandet kan innebära att fler personer väljer att gå i pension tidigare än vid 65 års ålder (enligt gällande regler kan det privata pensionssparandet betalas ut från 55 års ålder), vilket minskar arbetsutbudet.<sup>39</sup>

En översyn av drivkrafterna för arbete i skatte- och bidragssystemet är befogat vid en diskussion om hur arbetsutbudet ska kunna öka. Till den del den svaga sysselsättningsökningen istället beror på en snabb strukturomvandling i svensk ekonomi finns det skäl att också diskutera hur arbetsmarknadens funktionssätt kan förbättras och hur drivkrafterna för nyföretagande ska kunna stärkas.

I en tid av snabb strukturomvandling stiger kostnaden i form av ökad arbetslöshet av en låg rörlighet och flexibilitet på arbetsmarknaden. Åtgärder som syftar till en mer flexibel arbetsmarknad och ett följsamt utbildningssystem är och kommer att bli angelägna. I själva verket torde

<sup>39</sup> Se exempelvis Riksbankens yttrande över betänkandet *Våra skatter?*, DNR 02-2037-DIR.

de utbudsorienterande åtgärder som indirekt berörs i slutet av vår artikel vara angelägnare för att varaktigt höja sysselsättningen och BNP än de marginella bidrag till den reala ekonomin som en mer expansiv konjunkturpolitik kan åstadkomma på kort sikt.<sup>40</sup>

## Sammanfattning av våra slutsatser

*Den debatt som förts om penningpolitiken och arbetslösheten det senaste året, framförallt i media, menar vi har gett en direkt missvisande bild av den förda penningpolitiken och vad man kan förvänta sig av den. Syftet med denna artikel har varit att lägga till ett antal viktiga pusselbitar som vi anser har saknats i debatten.*

De beräkningar som landar i att en fel avvägd penningpolitik har lett till 50 000–70 000 fler arbetslösa baseras på orealistiska antaganden. Det gäller framförallt antagandet att inflationen alltid ligger på 2 procent när den faktiska arbetslösheten sammanfaller med den i jämvikt. Det finns inget enkelt eller stabilt samband mellan konjunkturarbetslöshet och inflation. Konjunkturarbetslösheten är dessutom svår att mäta med god precision och varierar påtagligt över tiden. Den är vidare en mycket dålig indikator på framtida inflation. De siffror som figurerat i debatten när det gäller penningpolitikens påverkan på arbetslösheten bortser också helt från de oväntade utbudsstörningar, i form av ökad produktivitet och låga importpriser som Sveriges ekonomi träffats av de senaste åren, och som är den viktigaste anledningen till varför inflationen har varit så låg. Detta har bidragit till att inte bara Riksbanken utan också de flesta andra prognosmakare har överskattat inflationen. Det senare talar för att det finns ett behov av att förbättra möjligheterna att förutse utbudsstörningar. Riksbanken bedriver kontinuerligt ett arbete som syftar till att förbättra prognoserna.

Det hade, från inflationssynpunkt, varit möjligt att ha en lägre reporänta under åren 2002–2003. Vid en utvärdering av huruvida penningpolitiken har bidragit till ökad arbetslöshet bör man emellertid analysera om de penningpolitiska beslut som tagits har varit rimliga givet den information som fanns tillgänglig då besluten togs. Här kan man konstatera att det förvisso fanns några prognosmakare, till exempel Konjunkturinstitutet, som prognostiserade en något lägre inflation för 2004 än Riksbanken men att prognoserna inte skilde sig så mycket att det skulle ha haft någon avgörande betydelse för arbetslösheten om reporäntan istället hade satts utifrån dessa prognoser. Vår uppskattning är, även om den är osäker, att

Det finns inget enkelt eller stabilt samband mellan konjunkturarbetslöshet och inflation.

<sup>40</sup> Se också Heikensten (2005b).

Det finns idag inte några övertygande belägg för att inflationsmålets nivå eller en medvetet asymmetrisk penningpolitik skulle ha bidragit till en hög arbetslöshet.

antalet arbetslösa hade varit endast cirka 2 800 färre om Riksbanken istället hade följt Konjunkturinstitutets reporänteantaganden för de aktuella åren. Vi har då utgått från Konjunkturinstitutets skattning av sambandet mellan reporäntan och arbetslösheten.

När det gäller kritiken mot den nya stabiliseringspolitiska regimen konstruktion menar vi att det *idag* inte finns några övertygande belägg för att inflationsmålets nivå eller en asymmetrisk penningpolitik skulle ha bidragit till en hög arbetslöshet. *För det första* visar en översikt av de fåtal studier som indikerar att arbetslösheten skulle kunna sänkas om inflationsmålet höjdes att denna slutsats bygger på starka antaganden om hushållens beteenden och på ett begränsat statistiskt material. *För det andra* visar vår genomgång att det finns tydliga förklaringar till varför inflationsmålet har underskridits något och att det inte beror på att Riksbanken systematiskt skulle ha bedömt avvikelser uppåt från målet som mer allvarliga än avvikelser neråt. Däremot är det möjligt att arbetslösheten 1996–1997 påverkades negativt till följd av det höga ränteläget åren dessförinnan. Det höga ränteläget var dock motiverat för att vinna förtroende för den nya låginflationsregimen; inflationsförväntningarna låg på en betydligt högre nivå än inflationsmålet 1994–1995.

Om inte penningpolitiken eller den nya stabiliseringspolitiska regimen signifikant bidragit till arbetslösheten vad är det då som förklarar att arbetslösheten det senaste decenniet i genomsnitt har legat så pass mycket högre jämfört med närmast tidigare decennier? *För det första* menar vi att det är missvisande att jämföra arbetslöshetsnivån efter det stabiliseringspolitiska regimskiftet med den som rådde under 1970- och 1980-talet. Under dessa decennier var den faktiska arbetslöshetsnivån lägre än vad som kan anses vara långsiktigt hållbart till följd av en, i genomsnitt, alltför expansiv ekonomisk politik bestående av upprepade devalveringar och en kraftigt ökad offentlig sysselsättning. *För det andra* finns det studier som talar för att jämviktsarbetslösheten under en längre period ökade trendmässigt fram till början av 1990-talet även om den faktiska arbetslösheten låg kvar på låga nivåer. *För det tredje* var uppgången i arbetslösheten efter 1992 en följd av den ekonomiska krisen i början av 1990-talet, till stor del orsakad av flera år av en misslyckad ekonomisk politik. *För det fjärde*, att arbetslösheten har förblivit hög fram till idag beror förmodligen på strukturella faktorer. En stor del av den arbetslöshet som uppstod i samband med krisen i början av 1990-talet kan ha blivit persistent. En faktor som talar för det är att den öppna arbetslösheten inte sjönk till mer än knappt 4 procent vid toppen av den senaste högkonjunkturen. En trendmässig uppgång i produktivitetsökningen under andra hälften av 1990-talet fram till idag kan också i viss mån ha bidragit till den höga arbetslösheten, även om ökningen i arbetslösheten till följd av detta

bedöms vara ett övergående problem. Ett ökat strukturomvandlingstryck i ekonomin till följd av globaliseringen kan ha bidragit till en försämrad matchning på arbetsmarknaden och ökad arbetslöshet.

Vårt avslutande budskap är att det senaste årets ensidiga fokusering i debatten på den öppna arbetslösheten och hur den kan påverkas med stabiliseringspolitiska åtgärder riskerar att dölja en rad andra problem på svensk arbetsmarknad. Trots en gynnsam demografisk utveckling har andelen av befolkningen 20–64 år i arbete minskat kraftigt sedan början av 1990-talet. En förklaring till detta är den stora ökningen av antalet sjukskrivningar och förtidspensionärer. Den svaga utvecklingen av arbetsutbudet kan till viss del bero på svaga drivkrafter för arbete i skatte- och socialförsäkringssystemet och på ett ändrat förhållningssätt till hur framförallt sjukförsäkringen och förtidspensioneringarna bör användas. Åtgärder som tar sikte på hur drivkrafterna för arbete ska kunna stärkas och som förbättrar arbetsmarknadens funktionssätt är angelägna sett ur ett allmänt välfärdsperspektiv men har också särskild relevans i ljuset av dels den kommande ogynnsamma demografiska utvecklingen med fallande arbetsutbud, dels den snabba strukturomvandlingen betingad av den fortgående globaliseringen. En ensidig fokusering på vad kortsiktig stabiliseringspolitik kan göra för arbetslösheten, oavsett om det handlar om penning- eller finanspolitiska åtgärder, riskerar att dölja behovet av strukturella åtgärder som på sikt har långt större betydelse för utvecklingen på arbetsmarknaden.

Åtgärder som tar sikte på hur drivkrafterna för arbete ska stärkas och som förbättrar arbetsmarknadens funktionssätt är angelägna.

## Referenser

- Akerlof, G. A., Dickens, W. T. & Perry, G. L., (2000), "Near-Rational Wage and Price Setting and the Long Run Phillips Curve", *Brookings Paper on Economic Activity*, nr 1.
- Akerlof, G. A., Dickens, W. T. & Perry, G. L., (1996), "The Macroeconomics of Low Inflation", *Brookings Paper on Economic Activity*, nr 1.
- Adolfsson, M., Andersson, M. K., Lindé, J., Villani, M. & Vredin, A., (2005), "Modern Forecasting Models in Action: Improving Macro Economic Analyses at Central Banks", under publicering i Riksbankens *Working Paper Series*.
- Atkeson, A. & Ohanian, L. E., (2001), "Are Phillips Curves Useful for Forecasting Inflation?", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, vol. 25, nr 1.
- Bergström, V., Svensson, A. & Ådahl, M., (2005), "Riksbanken och sysselsättningen", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, Sveriges riksbank.
- Björklund, A., Edin, P-A., Holmlund, B. & Wadensjö, E., (2000), *Arbetsmarknaden*, SNS Förlag.
- Blinder, A. S., (2000), "Comment on Akerlof, Dickens and Perry, Near-Rational Wage and Price Setting and the Long Run Phillips Curve", *Brookings Paper on Economic Activity*, nr 1.
- Christiano, L. J., Eichenbaum, M. & Vigfusson, R., (2004), "The Response of Hours to a Technology Shock: Evidence Based on Direct Measures of Technology", *Journal of the European Economic Association*", nr 2.
- Dagens Industri*, (2005), "LO: Regeringens siffror ljuger – arbetslösheten 20–25 procent", 16 mars.
- Edin, P-O., Scocco, S. & Johansson, A. L., (2004), "Riksbankens egna beräkningar bekräftar 50 000 förlorade jobb", *DN-debatt*, 8 december.
- Edling, J., (2005), "Alla behövs – Blott arbetsmarknadspolitik skapar inga nya jobb", Timbros webbplats ([www.timbro.se](http://www.timbro.se)).
- LO, (2005), *Ekonomiska utsikter våren 2005*, rapport av LO-ekonomerna.
- Fischer, S., (1977), "Long-term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule", *Journal of Political Economy*, 85:1.
- Flodén, M., (2005), "Är arbetsmarknadsgapet ett mått på penningpolitikens framgång?", *Ekonomisk debatt*, nr 4.
- Forslund, A. & Holmlund, B., (2005), "Arbetslöshet och arbetsmarknadspolitik", i Persson, M. & Skult, E. (red.), *Tillämpad makroekonomi*, SNS Förlag.

- Forslund, A. & Holmlund, B., (2003), "Arbetslöshet och arbetsmarknads- politik", i Persson, M. & Skult, E. (red.), *Tillämpad makroekonomi*, SNS Förlag.
- Friedman, M., (1968), "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, nr 58.
- Gali, J., (1999), "Technology, Employment and Business Cycle: Do Technology Shocks Explain Aggregate Fluctuations?", *American Economic Review*, 89.
- Gordon, R., (1996), "Comment on Akerlof, Dickens and Perry, The Macroeconomics of Low and Inflation", *Brookings Papers on Economic Activity*, nr 1.
- Heikensten, L., (2005a), "Inledning om penningpolitiken", anförande i riksdagens finansutskott i mars 2005, Sveriges riksbank.
- Heikensten, L., (2005b), "Ekonomiska finjusteringar hot mot sysselsättningen", *DN-debatt*, 13 februari 2005.
- Heikensten, L., (2004), "Heikensten: Inledning om penningpolitiken", anförande i Finansutskottet, riksdagen, 2004-10-14.
- Heikensten, L., (1999), "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, Sveriges riksbank.
- Henrekson, M., (1998), "En ond cirkel för tjänstesektorn", *Arbetsmarknad & Arbetsliv*, årgång 4, nr 2.
- Holden, S., (2004), "Wage Formation under Low Inflation", *Working Paper*, ANO 2004/14, Norges Bank.
- Holden, S., (1994), "Wage Bargaining and Nominal Rigidities", *European Economic Review*, nr 38.
- Holmlund, B., (2003), "The Rise and Fall of Swedish Unemployment", *CESifo Working Paper*, nr 918.
- IFAU:s remissvar till betänkandet "Ökad rörlighet för sysselsättning och tillväxt", SOU 2003:37, (yttrande 2003-09-12, Dnr 74/2003).
- Jansson, P. & Palmqvist, S., (2005), "Fler skäl till varför Konjunkturinstitutets arbetsmarknadsgap inte är ett mått på penningpolitikens framgång", *Ekonomisk debatt*, nr 6.
- Johansson, P. & Palme, M., (2005), "Moral Hazard and Sickness Insurance", *Journal of Public Economics*, vol. 89.
- Karanassou, M., Sala, H. & Snower, D. J., (2003a), "A Reappraisal of the Inflation-Unemployment Tradeoff", uppdatering av *IZA Discussion Paper*, nr 636.
- Karanassou, M., Sala, H. & Snower, D. J., (2003b), "The European Phillips Curve: Does the NAIRU Exist?", *IZA Discussion Paper*, nr 876.
- Konjunkturinstitutet, (2005), *Konjunkturläget, augusti 2005*.



- Konjunkturinstitutet, (2004), *Lönebildningen – Samhällsekonomiska förutsättningar 2004*.
- Lindbeck, A., (2005), "Stabiliseringspolitiken i teori och praktik", i Persson, M. & Skult, E. (red.), *Tillämpad makroekonomi*, SNS Förlag.
- Lindbeck, A., (2003), "Välfärdsstat och sociala normer", SNS.
- Lucas, R., (1973), "Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs", *American Economic Review*, nr 63.
- Lundborg, P. & Sacklén, H., (2003), "Low-Inflation Targeting and Unemployment Persistence", *FIEF Working Paper Series*, nr 188.
- Lundborg, P. & Sacklén, H., (2002), "Inflationsmålet, sysselsättningen och EMU-medlemskapet", *Ekonomisk debatt*, nr 3.
- Mankiw, G., (1996), "Comment on Akerlof, Dickens and Perry", *The Macroeconomics of Low and Inflation*, *Brookings Papers on Economic Activity*, nr 1.
- Rotemberg, J., (1982), "Monopolistic Price Adjustment and Aggregate Output", *Review of Economic Studies*, oktober, 49:4.
- Orphanides, A., (2002), "Monetary Policy Rules and the Great Inflation", *American Economic Review*, vol. 92, nr 2.
- Orphanides, A. & van Norden, S., (2004), "The Reliability of Inflation Forecasts Based on Output Gap Estimates in Real Time", under publicering i *Journal of Money, Credit and Banking*.
- Orphanides, A. & van Norden, S., (2002), "The Unreliability of Output Gap Estimates in Real Time", *The Review of Economics and Statistics*, 84(4) 569-83.
- Regeringens proposition (2004/05:1), Budgetpropositionen för 2005, bilaga 3.
- Sacklén, H., (2005), "Apropå köttberget: kan en skattereform verkligen öka antalet arbetade timmar?", *Månadens kolumn*, februari, FIEF:s webbplats ([www.fief.se](http://www.fief.se)).
- Staiger, D., Stock, J. & Watson, M., (1997), "The NAIRU, Unemployment and Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11.
- Skogman Thoursie, P., (2004), "Reporting Sick: Are Sporting Events Contagious?", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 19, nr 6.
- Sveriges riksbank, (2005), "Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2002–2004", fördjupningsruta i *Inflationsrapport*, nr 1.
- Sveriges riksbank, (2004), "Hur uthållig är den senaste tidens produktivitetssuppgång?", fördjupningsruta i *Inflationsrapport*, nr 1.
- Sveriges riksbank, (2002), "Brist och matchningsproblem på arbetsmarknaden", fördjupningsruta i *Inflationsrapport*, nr 3.

Sveriges riksbank, (2002), Yttrande över betänkandet *Våra skatter?*, DNR 02-2037-DIR.

Vartiainen, J., (2005), "Löntagarorganisationernas ansvar för arbetslösheten", presentation på FIEF:s Ekonomisk-Politiska Forum, Plenisalen, LO-huset, den 25 januari.

*Vem tjänar på att arbeta?*, bilaga 14 till LU 2003/2004, SOU 2004:2.

# ■ The future relationship between financial stability and supervision in the EU

BY EVA SREJBER AND MARTIN NORÉUS

Eva Srejber is first deputy governor Martin Noréus is adviser to the Financial Stability Department.

This article is based on a speech held by Ms Srejber at the 33rd Economics Conference of the Oesterreichisches Nationalbank.

---

*Financial stability, supervision and regulatory design have traditionally been the responsibility of national central banks, supervisory authorities and governments. These national regimes are now beginning to be challenged by the ongoing internationalisation – globally and in the EU – of financial markets, infrastructures and institutions. One important component of this change is that banks and other financial companies work more along global business lines and less along national borders. Hence, governments, supervisors and central banks will have to adapt to a new reality. To be able to cope with this change and find new solutions it is necessary for the authorities involved to focus on their core tasks and to a certain degree invent new ways to perform those tasks.*

This paper is structured in the following way. First, there is a brief discussion on the relationship between supervision and financial stability on a national basis, with the institutional set-up in Sweden as a case in point. Then follows a description of how the cross-border integration now taking place in the EU:s financial sector is challenging the ways in which supervisors and central banks traditionally have been working. The paper concludes with a discussion on some of the proposed alternatives for how EU policy-makers can respond to these challenges.

## The relationship on a national basis: the Swedish case

Prior to the banking crisis in the early 1990s, the cooperation between the Riksbank and the Swedish Financial Supervisory Authority (FSA), then the Banking Inspection, was limited to high-level contacts. In their day-to-day activities, however, the two authorities worked in different silos – the

Riksbank with monetary and exchange rate policy and the FSA with regulating and supervising financial institutions. The crisis made it very clear to the Swedish authorities that there is a strong link between the soundness of financial institutions and macro financial stability, and hence a need for close cooperation between the FSA and the central bank.

This economic link is mirrored by a parallel link spanning at least three aspects of regulatory involvement in the financial sector – crisis prevention, crisis management and crisis resolution. In Sweden, these aspects of regulatory involvement are shared between the supervisor, the central bank and the Ministry of Finance.

In crisis prevention, the supervisor has the tools for regulating and supervising the institutions, while the central bank might play a supporting role through monitoring the stability of the system and the links to the real economy. In crisis management, the supervisor lacks the financial resources to back any intervention, while the central bank has the power to act as a lender of last resort. In other words, the likelihood that the central bank will have to provide liquidity support to a financial institution is partly determined by the quality of supervision. At the same time, the central bank may very well need the supervisor's analytical support or information to be able to decide on whether, and how, to intervene. Finally, in crisis resolution, even if the Ministry of Finance takes the lead, it is likely to rely extensively on the supervisor and the central bank for advice and action.

Since there is a link between the soundness of institutions and financial stability, then supervisors must be interested in crisis management and resolution and central banks must be interested in certain aspects of supervision.

In the last decade, at least in Sweden, the macro and micro perspective have grown gradually closer. Indeed, the Swedish FSA now has an explicit interest in the stability of the system, while the Riksbank has taken a greater interest in the stability of single institutions, if they are judged as systemically relevant. There are regular contacts to share information and assessments and to coordinate policy.

The crisis in the early 1990s clarified the strong link between the health of individual banks and financial stability.

The supervisor has the regulatory tools to influence the institutions, while the central bank can act as a lender of last resort.

In the last decade the macro and micro perspective have grown gradually closer.

## The times they are a-changin'

This seemingly happy relationship could have been the end of our story but recently there have appeared challenges to this set-up. All over the globe, the financial markets are becoming more integrated and financial institutions as well as financial infrastructure companies are consolidating domestically as well as cross-border. The challenge touches all the aspects

of regulatory involvement – crisis prevention, crisis management and crisis resolution.

#### CROSS-BORDER INTEGRATION OF FINANCIAL MARKETS ...

In the EU, the process of cross-border integration has been actively promoted by the creation of the euro and the ongoing harmonisation of regulation and supervision – in recent years epitomised by the Financial Services Action Plan (FSAP). Admittedly, financial markets integration in the EU has so far been a mixed bag.

Until now integration has mostly taken place in wholesale markets, such as the money market and the bond markets.

Until now, integration has mostly taken place in wholesale markets, such as the money market and the bond markets. Many investment banking segments such as capital raising and mergers and acquisitions (M&A) for large corporations are also dominated by global giants. In contrast, retail financial services are still to a very large extent controlled by domestic players, at least in the old member states.

#### ... AND INSTITUTIONS ...

Integration of ownership will result in integration of lending/funding, organisation, products and services.

Probably cross-border integration is only just beginning. Banking integration will probably not primarily take place through direct cross-border provision of services but through cross-border bank M&A. Integration of ownership will result in integration of lending/funding, organisation, products and services.

According to a study by the European Central Bank (ECB), 43 banks and banking groups are active in more than three EU countries.<sup>1</sup> Only some years ago, crossborder banking M&A in the EU was only taking place between small countries or vis-à-vis the new member states – Austrian and Swedish banks' expansion into some central European and Baltic countries are well-known examples of this phenomenon. Now this is changing. Today major banks from large countries are all trying to build European platforms. For instance, Spanish Grupo Santander now owns the fifth largest UK bank, and Barclays of the UK owns the sixth largest private sector bank in Spain. And this year, the medium sized Italian bank Antonveneta was acquired by the Dutch bank ABN Amro, while the largest Italian bank, UniCredito, acquired the third largest German Bank, HVB.

<sup>1</sup> Banking Supervision Committee (2004), "Cross-border banking and its possible policy implications", December.

... IS GOOD NEWS FOR THE ECONOMY BUT CREATES  
CHALLENGES FOR SUPERVISORS AND CENTRAL BANKS

The Riksbank welcomes this development. The bank believes financial market integration is strongly positive for economic efficiency and hence for growth and welfare in the EU. But at the same time, the bank admits that integration presents some complex and multifaceted challenges to the authorities.

The Riksbank believes financial market integration is positive for economic efficiency.

At the outset, integration is obviously hindered by differences in language, business culture and national laws and regulations. But once it happens, integration tends to follow the logic of business, and not the “logic” of country borders or national law. For instance, for financial groups which are expanding cross-border a part of the synergies is derived from centralising functions. Hence, the group's credit risk model might be developed in the parent bank, while the group's liquidity is managed through a foreign subsidiary, and the group's derivatives trading is done in yet another subsidiary. That is why integration gives rise to a structure that often seems to be in conflict with the present regulatory structure. But the problem is not integration – the problem is that the regulatory framework is not designed for a single market for financial services.

The problem is that the regulatory framework is not designed for a single market for financial services.

For example, in the Nordic and Baltic countries – excluding Iceland – there are six banking groups with significant cross-border activities. Each one of these cross-border groups has regulatory contacts with seven supervisors and eight central banks.<sup>2</sup> It is commonplace to note that Western Europe is over-banked. It would not be outrageous to say that it is also over-crowded with regulatory authorities.

Our conclusion is that the national governments and authorities in the EU must solve the issues that integration gives rise to, rather than preventing integration. This might sound very obvious, but some governments and authorities still only pay lip service to the idea of the single market. Or they love the idea of the single market as long as it means that their own banks survive as national champions and are able to expand abroad.

The national governments and authorities in the EU must solve the issues that integration gives rise to, rather than preventing integration.

The most important and difficult question that policymakers will have to answer is how to shape and balance the relationship between authorities – central banks and supervisors – in different countries in the EU. It goes without saying that since laws and regulations and the division of responsibilities between authorities are ultimately decided by the govern-

<sup>2</sup> The Bank of Lithuania also has supervisory responsibility.

ments of the member states, the challenge of integration inevitably also concerns finance ministries.

## Back to basics

What will be the roles of national supervisors and central banks in an integrated EU financial market?

What will be the roles of national supervisors and central banks in an integrated EU financial market? If central banks and supervisors have not done it before, cross-border integration will force them to think hard about their responsibilities, mandates and tools.

In order to do this, they will have to go back to the beginning and find their “raison d’être”. What is special about the financial system and why are authorities regulating, supervising and monitoring financial markets and institutions? Who or what are supervisors and central banks protecting and which tools do they need?

Whether authorities want to defend the status quo or reform the regulatory framework, they will need to prove their case to politicians as well as to each other. By itself, this might very well improve the way supervisors and central banks work. One may call this a positive external effect of integration.

Cross-border integration forces national central banks and supervisors to find their “raison d’être”.

There are many issues at the table, but in the context of this paper we would like to divide them into two categories.

The first category includes the issues of what regulations should be imposed on institutions and markets in the EU. How can laws and regulations be designed flexible enough to fit all countries reasonably well, while strict and “harmonised” enough to support a single market?

The second category is essentially about the relationship between supervisors and central banks in different countries – the division of labour, power and responsibilities. This category of issues has come to be broadly referred to as the home-host issues. The next section gives a short comment on the regulatory issues, while the rest of the paper is devoted to the home-host issues.

## REGULATION

All regulation involves costs; it should be used only when there is a clear case of market failure.

Regulation at EU-level first of all faces the same basic trade-off as at country level. The Riksbank’s view is that since almost all regulation involves costs – in terms of lower efficiency and growth – it should be a last resort and used only when there is a clear case of market failure. Some regulation is surely needed to ensure a stable and sound financial system and necessary consumer protection. But too much or too strict regulation will give rise to new costs that are higher than the original costs that regulation initially aimed to address.

Regulation at EU-level also faces another trade-off that is not present at national level – that between the value of a *level playing field* and the cost of an overly detailed or inadequate regulation. A completely level playing field presupposes detailed rules that are applied in the same way in every market. But overly detailed rules at EU-level risk being inadequate at national level since national markets often differ widely. This could give rise to costly overregulation hampering financial development or driving financial institutions to settle elsewhere. Hence, it might be wise to leave some degree of freedom to the member countries. Historically, institutional competition has proved to be very positive for development in the long run.

At the same time, EU directives (as most international rules) tend to leave plenty of room for *national discretions*, effectively reducing the value of the convergence/harmonisation that was probably the motivation for the directive in the first place. There is the risk of ending up with the worst of two worlds – very detailed rules on the EU level and numerous discretions at national level. This makes the rules opaque and their implementation difficult to predict for the private sector. The starting point for EU rules should be the lowest common denominator. Today instead, it often seems like the starting point is the sum of all member states' national rules.

Representatives of national authorities may all be convinced that their national discretions are worth fighting for and take pride when they are included in the final drafts. Perhaps everybody should ask themselves more often whether the discretions are motivated by a fundamental need or just deep-rooted tradition or, even worse, the unconscious caving in to special interest groups. Why not take this opportunity for change and think new instead of designing EU regulation on the basis of existing, often imperfect, national regulation?

The need for a *common rule book* for large cross-border banking groups is often raised by the industry. In principle, one can be sympathetic to this wish. If a common rule book means “just” common rules the developments are certainly going in that direction. One of the main objectives of the Committee of European Banking Supervisors (CEBS) is to promote convergence of supervisory rules and practices. However, in the sense of common or centralised decision making by authorities, it is probably still far away from being realised. As long as the implementation and interpretation of directives and rules is done on a national level it will take time before there is a common rule book.

Still, the aim should be to eliminate or reduce these differences as much as possible. Any remaining differences in supervisory practices between countries should be clearly disclosed in order to improve the pre-

The starting point for EU rules should be the lowest common denominator.

One of the main objectives of the CEBS is to promote convergence of supervisory rules and practices.



The aim should be to eliminate or reduce differences as much as possible.

dictability of the EU regulatory system – which is another area where the CEBS is doing important work. Another practical example of how to reduce the regulatory burden would be for countries to agree on a common and centralised reporting standard for large cross-border groups.

#### THE HOME-HOST RELATIONSHIP ...

The home-host relationship is about how to divide tasks, powers and responsibility between different countries.

The home-host relationship is the underlying theme running through a number of issues in the regulatory debate. Broadly speaking, the home-host relationship is about how to divide tasks, powers and responsibility between different countries when it comes to supervising, monitoring and, in the worst case, sorting out financial institutions in distress.

Formally, the home-host relationship only refers to the division of responsibility between supervisors, which is currently based on the principle of home country control. The home country is the country where the bank is licensed. For a bank, this means that the home country is responsible for supervising the bank and its foreign branches. The home country's deposit insurance also covers its banks' foreign branches. In the case of a group, it means that the home country is also responsible for supervising the entire group on a consolidated basis, while the host countries are responsible for their respective subsidiary banks and deposits. This autumn, the CEBS is finalising the so-called home-host paper giving guidance on how the home-host supervisory relationship should be arranged given existing EU legislation.

Even if there are no legally-binding rules regarding the relationship between countries in crisis management or crisis resolution, these aspects of regulatory involvement have borrowed the terminology of the supervisory home-host concept. For example, when discussing lender of last resort in crisis management and burden sharing in crisis resolution, references are made to home and host central banks and finance ministries, respectively. This is natural, since legally the financial liabilities for a group are ultimately carried by the parent bank. Of course, a parent can choose to let a subsidiary fail, but it will then have to bear the capital loss. Subsequently, in practice, the ultimate public responsibility over a group rests with the home country.

#### ... COMES UNDER STRAIN ...

The home country principle was not designed for a fully integrated market.

At first glance, the home country principle seems very neat. But a closer look reveals that this set-up was not designed for a fully integrated market. Essentially, there is a gap between, on the one hand, legal powers and mandates and, on the other hand, de facto abilities and responsibili-

ties. Home countries are given powers over branches and subsidiaries but might be unable or unwilling to use them, while host countries are losing powers that they have been willing to use. This gap becomes a problem once there is a banking group or bank that is systemically relevant in a host country (see table 1). Even if there are not so many of these cases yet, the number will most certainly increase. The potential conflicts of interest and coordination problems are of many kinds. Below are some examples:

TABLE 1. THE HOME-HOST RELATIONSHIP (FOR A BANK OR BANK GROUP)

	Systemic relevance in HOST country	
Systemic relevance in HOME country	Significant	Non-significant
Significant	Potential conflicts of interest and coordination problems	Not a big problem
Non-significant	Potential conflicts of interest and coordination problems	Not a big problem

... WHEN BRANCHES AND SUBSIDIARIES BECOME SYSTEMICALLY RELEVANT

Suppose there is a banking group of roughly equal systemic relevance in the home country and the host country. The home country supervisor is the consolidating supervisor and coordinates the activities vis-à-vis the group. If cooperation works well, the host supervisor will receive information from the home supervisor. But in the event of a crisis in the banking group, all authorities have a clear mandate to protect only their depositors and systems. One can easily imagine a situation where the group has surplus capital in one of its parts, extra liquidity in another and the cause of the problem is in a third part. The lack of coordination might very well result in a poorer (more costly) outcome for all involved.

If the presence in the host country is a branch and not a subsidiary, the host supervisor has only limited means of obtaining information about – or taking actions against – the bank. In the event of a crisis it can only hope that the home country will take the host country’s situation into account when managing the crisis. The home country, on the other hand, faces a situation where it could be necessary for its central bank to provide emergency liquidity assistance (ELA) to support a bank which has a large part of its activities in other countries. Should the bank need to be reconstructed it would be the home country’s tax payers that would have to foot the bill – either by supplying the necessary capital to the bank or by supporting the deposit guarantee system with the funds needed to pay out insurance to the bank’s depositors.

In the event of a crisis host authorities can only hope that home authorities will take its situation into account.

The imbalance between home and host countries may be further deepened by differences in size between countries.

The imbalance between home and host countries may be further deepened by differences in size between the two countries. One case will be that of a big home country and a smaller host country. The banking group's exposure to the host country is then probably relatively small on a consolidated basis. This results in the home country authorities spending relatively limited resources – in terms of staff – on the foreign subsidiary's activities in the host country. If such a banking group runs into problems, the home country authorities will not necessarily view it as systemic, while the host country authorities certainly will do.

## How to deal with the home-host asymmetry?

In all these examples host authorities have a legitimate interest in being able to influence supervision, share assessments and have a say in the event of a crisis situation. They have been given the task of protecting the soundness and stability of their financial sector and the general public in the host country will rightly expect their authorities to be able to do this. At the same time, the home authorities should have an interest in sharing resources in crisis prevention and risks and costs in crisis management and resolution with the host countries. In the current setting, however, this is only possible to a very limited extent.

There is a need to share information and ...

First, there is a need to share information between the home and the host. This should be the least difficult, but in practice everyone who has tried to share information between authorities knows it can be a complicated and cumbersome process, at least until there is an established routine. Even when there are no confidentiality concerns there are many practical obstacles to overcome. Information sharing is not only about sending data back and forth, but more importantly, it is about explaining information and sharing assessments. If hosts are under the impression that they know a lot less than the home, it will be very difficult to achieve cooperation.

... there is a need to cooperate on actions vis-à-vis the bank or the group.

Second, there is a need to cooperate on actions vis-à-vis the bank or the group and its components. If host authorities cannot influence the process of supervision or crisis management, their trust in and use of the information from the home authorities will be very limited.

So far, cooperation and coordination in crisis situations is dealt with in the EU by various Memoranda of Understanding.

Sharing information and cooperating on regulatory actions may be problematic already in normal times, but is probably much more difficult in a crisis situation when economic risks and costs are clearly visible. So far, cooperation and coordination in crisis situations is dealt with in the EU by various Memoranda of Understanding (MoU). Even if these MoUs are not legally binding, they are valuable documents. They provide a basis

from which more operational crisis cooperation agreements can be developed by the countries and authorities that see the need to do so.

But looking at this increasingly complex patchwork of supervisory colleges, central bank networks and MoUs that is now being created, one cannot help wondering whether there are no better alternatives for cross-border cooperation.

## Future alternatives to the home-host model

What are, in the medium or long term, the alternative models to the current home-host set-up? In the EU, there is a commitment to create a single market for financial services. But do governments and authorities really believe that the home-host model is the best one in the long run?

After all, several serious alternative models have been suggested. The pros and cons of the three main models are reviewed in an interesting paper by Oosterloo & Schoenmaker.<sup>3</sup>

### THREE ALTERNATIVES FOR SUPERVISION

The first alternative is to give the home supervisor the role of *lead supervisor* with full responsibility for EU operations, branches as well as subsidiaries. This is the proposal from the European Financial Services Round Table (EFR).<sup>4</sup> The lead supervisor would be the single point of contact for reporting and would validate and authorise internal models, approve capital and liquidity allocations and decide about on-site inspections. In short, the lead supervisor would have full supervisory responsibility. The lead supervisor would be complemented with a college of supervisors, which would “serve as a conduit for close information-sharing and interaction amongst supervisors” and ensure that host countries’ interests are taken into account. Disagreements between supervisors would “be resolved by means of a mediation mechanism”. In a crisis situation, the lead supervisor would coordinate a management team representing the college of supervisors. This team would also have to coordinate with central banks, deposit guarantee schemes and finance ministries. For central banks, the EFR suggests that these would create an arrangement that mirrors that of the lead supervisor, with the home national central bank taking the role as

The first alternative is to give the home supervisor the role of lead supervisor.

<sup>3</sup> Oosterloo & Schoenmaker (2004), “A lead supervisor model for Europe”, *The Financial Regulator*, Vol.9.3, 34–42.

<sup>4</sup> See “On the lead supervisor model and the future of financial supervision in the EU”, European Financial Services Round Table, June 2005. It should be noted, however, that the EFR points out that the lead supervisor model was “motivated by the need to find a near-term arrangement for financial supervision in the EU”. In the long-term, the EFR seems to be in favour of a European System of Financial Supervisors (ESFS) modelled on the European System of Central Banks (ESCB). This long-term model is basically one possible form of “the third alternative” as presented in this paper.

a “lead lender of last resort”, although being obliged to consult with the relevant host central banks.

The second alternative is to give the home supervisor the role of lead supervisor with an EU mandate.

The second alternative, which is put forward by Oosterloo & Schoenmaker, is to give the home supervisor the role of *lead supervisor with an EU mandate*. The lead supervisor would basically work as in the EFR model, with the difference that the lead supervisor is given a “European mandate to ensure that the interests of all depositors/countries are taken into account”. In this model there is a decision-making agency of European Financial Supervisors at the centre, which is delegating the task of supervision to each respective home supervisor. Hence, there is no need for a college of supervisors or a mediation mechanism. Regarding financial stability and crisis management issues, the home country central bank would also be involved, acting on behalf of the European System of Central Banks (ESCB). Since financial stability and lender of last resort are presently the responsibility of the national central banks, this would also imply a change to the mandate of the ESCB.

The third alternative would be to create a European Supervisor.

The third alternative is both the most obvious and the most radical and would be to create a *European Financial Supervisor*.<sup>5</sup> This simply means having one authority acting with full supervisory powers over branches and subsidiaries of cross-border European banks. The system could be tiered (like in the United States) in the sense that the EU supervisor would only be responsible for banks and banking groups with significant cross-border operations, while purely domestic banks could remain the responsibility of the national supervisors. As is the case with the lead supervisor with an EU mandate, a European Financial Supervisor would imply a parallel centralisation of the responsibility for lender of last resort.

#### A EUROPEAN FINANCIAL SUPERVISOR

All three alternatives are considerably more far-reaching than what is currently under construction.

All three of these alternatives, even the first one, are considerably more far-reaching than what is currently under construction. The first alternative with a lead supervisor addresses the problem mainly from the cross-border bank’s perspective of minimising the regulatory burden. This is important but does not solve the underlying conflicts of interest between the home and the host countries. It seems this alternative would be very dependent on the mediation mechanism, which, in practice, would have to determine the balance between different interests. At the same time, if the mediation mechanism is not backed by EU law it is hard to see why the outcomes of such a mechanism would be accepted by national

<sup>5</sup> This idea has been put forward by, for example, Rolf Breuer, chairman of the supervisory board of Deutsche Bank and president of the Association of German Banks, in his speech “The future of the German banking sector” in February 2005.

authorities. Furthermore, the operational set-up of the mediation mechanism would be crucial. For instance, are decisions supposed to be taken on a consensus basis or will there be a voting procedure? If there is a voting procedure there is the difficult question of how to allocate the votes between countries. Another open question concerns the relationship between the mediation mechanism and other EU institutions. What happens if a party that has been “overruled” in the mediation mechanism chooses to bring their case to the European Commission or the European Court of Justice? In short, it is a model which might work when the weather is fair and no deeper conflicts of interest are to be solved, but would have the same shortcomings as the present framework when faced with stormier weather. And there would still be a need for more or less ad-hoc cross-border cooperation or negotiation at the time of crisis.

The second alternative – the lead supervisor with an EU mandate – seems nice in theory and aims at solving the conflicts of interest by creating a central decision-making body. In practice, however, it could easily become very bureaucratic and inefficient. If a central decision-making body is established anyway, why act through 25 different authorities? Both the first and the second alternatives are half-way compromises trying to please different interests. The third alternative, although radical, is the logical solution. Beyond possible political considerations, there are two main arguments against the idea of a European Financial Supervisor – one relevant and one not very relevant.

To create a European Financial Supervisor is the logical, if radical, solution.

The not very relevant argument is that the supervisor needs proximity to have knowledge about the markets where the institution operates. First, this is already a problem with the home-host model. Second, this is an organisational problem that can be solved. An EU supervisor would certainly employ staff from all EU countries and have local offices in the national financial centres. For instance, for a regional cross-border banking group, the supervisory team would presumably be based in the relevant region, perhaps in the same premises as the national FSA, and would consist of staff from that region.

The relevant argument against an EU supervisor is that supervisory power ultimately needs to be backed by financial muscle. In the present set-up, the financial muscle derives from the national central bank’s ability to act as a lender of last resort and the government’s ability to raise taxes. The EU lacks such power.

However, this problem is hardly insoluble. For instance, it is conceivable that the EU could build up a deposit insurance fund for cross-border banks supervised by the EU supervisor, which would be able to handle all but the largest banking failures. In fact, such an EU fund would be better diversified than the national funds are today, which all else being equal

would enable it to charge lower fees or hold a larger risk-adjusted buffer. In the event of really large banks or several large banks failing, there could be an established system of committed drawing rights, where the EU fund has the right to raise funds through national governments' ability to raise tax. Regarding liquidity support, the ECB would be given the role as lender of last resort.

To convince national governments to commit such guarantees would of course demand very strict and well thought-out rules governing what actions the EU fund should be allowed to take in the case of a bank failure. These rules could be inspired by the US Federal Deposit Insurance Corporation's very strict mandate to always choose the least cost solution. Among other things, this would in some cases mean allowing shareholders as well as uninsured depositors and debt holders to lose their money. Since today, most EU countries lack rules on how to handle large bank failures, it would also be very positive from a contingency planning and moral hazard point of view. With a strong legal framework, the EU would be able to allow investors in even the largest banks to take full financial responsibility.

## Concluding remarks

It is hard to see how, in the long run, the EU could avoid establishing an EU financial supervisor.

Tommaso Padoa-Schioppa, the former member of the executive board of the ECB, has remarked that there is no need for a European supervisor if national supervisors can prove that, when needed, they are able to act as one. However, it is hard to see how, in the long run, the EU could avoid establishing an EU financial supervisor. At the moment, supervisors and central banks are spending considerable resources on trying to construct arrangements that will enable them to work and act as one. Why not instead become one, and spend the resources on supervision and monitoring?

# ■ Den svenska marknaden för likviditetsutjämning

Av PIA KRONESTEDT METZ

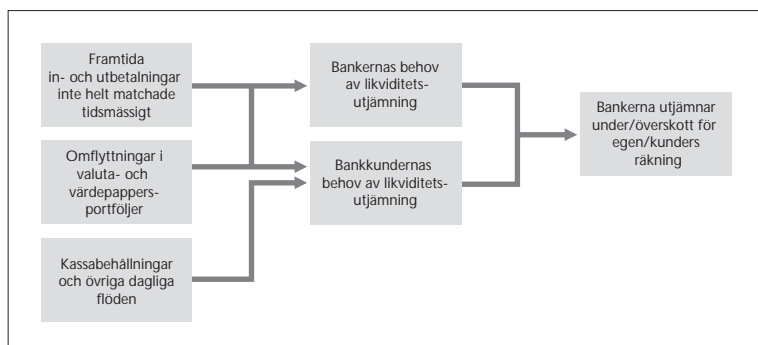
Pia Kronestedt Metz är verksam på avdelningen för marknadsoperationer.

*På en veckas sikt lånar och placerar banker stora kronvolymerna för egen eller kunders räkning. Orsaken till dessa behov är att bankernas och kundernas dagliga betalningsströmmar tidsmässigt inte balanserar. Riksbankens räntestyrningssystem påverkar bankernas prissättning på lån och placeringar i kronor. Den här artikeln beskriver hur denna svenska marknad för likviditetsutjämning fungerar, vilka finansiella kontrakt som används och utifrån vilka utgångspunkter kontrakten prissätts.*

## Likviditetsstyrning – internt och externt

I all finansiell verksamhet uppstår betalningsflöden. Det är sällan finansiella och icke-finansiella företag helt kan matcha sina framtida in- och utbetalningar i kronor tidsmässigt eller balansera oförutsedda betalningar som uppkommer under dagen genom kunders affärstransaktioner och kassa-behållningar (se figur 1). Stora betalningsflöden uppkommer även när bankernas och deras kunders portföljförvaltare gör omflyttningar i sina valuta- och värdepappersportföljer.

Figur 1. Orsaker till att ett dagligt behov av likviditetsutjämning uppstår hos finansiella och icke-finansiella företag





Finansiella och icke-finansiella företag kartlägger när obalanser i betalningarna uppstår genom likviditetsprognoser. Med utgångspunkt från prognoserna planeras på vilken löptid och i vilket kontrakt ett underskott (överskott) ska finansieras (placeras). Även om framförhållningen är god uppstår oväntade betalningsflöden som kräver tillgång till en likviditetsbuffert eller till krediter (placeringar) med kort varsel. Likviditet lånas upp (placeras) under de närmaste dagarna på den marknad som här kallas för marknaden för likviditetsutjämning.

Marknaden för likviditetsutjämning är viktig inte bara för företag utan även för Riksbankens penningpolitik.

Marknaden för likviditetsutjämning är viktig inte bara för finansiella och icke-finansiella företag utan även för Riksbankens genomförande av penningpolitiken. Riksbanken styr räntebildningen på denna marknad och påverkar därmed dess funktionssätt genom sitt räntestyrningssystem. Någon mer omfattande studie av hur denna del av de finansiella marknaderna fungerar har tidigare inte gjorts av Riksbanken. Syftet med denna artikel är att råda bot på detta.

Alla betalningar går genom affärsbankerna.

Alla betalningar i ekonomin går genom affärsbankerna som därigenom har en central roll på marknaden för likviditetsutjämning. Artikeln börjar med en beskrivning av hur storbankerna hanterar sina dagliga under- och överskott i kronor på sina egna transaktionskonton. Övriga finansiella och icke-finansiella företag har ofta en liknande intern likviditetsstyrning. Därefter behandlas kortfattat den externa likviditetsutjämningen i kronor mellan Riksbanken, dess primära penningpolitiska motparter<sup>1</sup> och övriga marknadsaktörer. Slutligen följer en redogörelse för vilka finansiella kontrakt som används för att utjämna under- eller överskott på marknaden för likviditetsutjämning och utifrån vilka utgångspunkter kontrakten prissätts. Artikel baseras på intervjuer med Riksbankens primära penningpolitiska motparter<sup>2</sup>.

## Intern likviditetsstyrning

Finansfunktionen hos storbankerna ansvarar för koncernens finansiering av underskott och placering av överskott.

Samtliga storbanker har en central finansfunktion som ansvarar för koncernens finansiering av underskott och placering av överskott. Generellt sett fungerar finansfunktionen som en internbank för alla självständiga enheter<sup>3</sup> inom koncernen. Internbankens roll är att styra likvida medel

<sup>1</sup> Riksbankens primära penningpolitiska motparter (primary dealers) på räntemarknaden är för närvarande ABN Amro Bank, Danske Bank/Consensus, E. Öhman J:or Fondkommission AB, Nordea, SEB, Svenska Handelsbanken och Svedbank (FöreningsSparbanken). Dessa aktörer har valts ut enligt vissa kriterier som ska borga för god kvalitet, exempelvis ska de vara (1) aktiva på den svenska räntemarknaden (ha tillräcklig omsättning i svenska stats- och bostadspapper), (2) finansiellt sunda samt (3) iaktta god marknadssed och branschpraxis.

<sup>2</sup> Endast primära motparter med balansräkning samt större in- och utlåning i kronor har intervjuats, varför ABN AMRO Bank och E. Öhman J:or Fondkommission AB inte ingår i undersökningen.

<sup>3</sup> Exempel på självständiga enheter är moderbank, bostadsinstitut, finansbolag, utländska dotterbanker och emissionsbolag. Vilken juridisk enhet som används för en viss sorts finansiering påverkas av pris-, reglerings- och skattemässiga hänsyn, se Sveriges riksbank (2004), sid. 88.

från de delar av verksamheten som har överskott till de delar som har underskott. Detta är dock inte tillräckligt utan obalanser måste justeras även utanför koncernen. För att denna hantering ska bli effektiv görs kontinuerligt likviditetsprognoser över koncernens betalningsflöden.

Likviditetsprognoserna tar fasta på såväl kända som uppskattade in- och utbetalningar med en tidshorisont på en till flera månader i syfte att identifiera större under- eller överskott. Det långsiktiga prognosarbetet sker vanligen hos finansfunktionen medan finans- och/eller handlarfunktionen prognostiserar de närmaste dagarnas flöden och förfall. Målet med prognosarbetet är givetvis att underskott finansieras till lägsta möjliga kostnad samtidigt som överskott placeras till högsta möjliga avkastning.<sup>4</sup> Ju längre fram i tiden ett under- eller överskott väntas uppstå, desto fler alternativa finansierings- och placeringskällor finns att välja mellan. Det är relativt enkelt att få kännedom om förfall av lån och placeringar samt vissa stora affärstransaktioner. Däremot är det svårare att göra mer detaljerade prognoser för de närmaste dagarna. Anledningen till detta är framför allt att dagliga betalningsflöden påverkas av kundernas affärstransaktioner som inte alltid kan förutses. En stor del av de oförutsedda betalningarna härrör från portföljförvaltare och andra finansiella aktörer som gör omflyttningar i sina portföljer.

För att minimera dagliga under- och överskott fastställer riskkontrollfunktionen likviditetslimiter på såväl koncern- som verksamhetsnivå. Likviditetslimiterna sätter gränsen för hur mycket av de prognostiserade flödena som får finansieras på marknaden för likviditetsutjämning. Storbankernas tillämpning av limiterna skiljer sig åt, men generellt sett finns ett tak på hur stort ett likviditetsunderskott får vara på en given löptid och i en given valuta. Storbankernas placeringsalternativ begränsas dessutom av respektive koncerns motpartslimiter mot enskilda motparter. Motpartslimiterna gör det dock möjligt att ge krediter till enskilda motparter utan att fatta beslut vid varje enskilt lånetillfälle.<sup>5</sup> Kreditfunktionen hos storbankerna fattar vanligtvis beslut om limiterna utifrån dels kundens återbetalningsförmåga, dels de säkerheter som kan ställas för krediten. Säkerheterna används för att minska förlusterna vid en inställd betalning, varför krediter utan säkerhet innebär högre kreditrisk.

Storbankernas finansfunktion delegerar som regel det operativa ansvaret för den korta in- och utlåningen samt koncernens kassa till handlarfunktionen.<sup>6</sup> Handlarfunktionen har den kontinuerliga närvaro på

För att minimera dagliga under- och överskott fastställer riskkontrollfunktionen likviditetslimiter.

<sup>4</sup> Se Sveriges riksbank (2001), sid. 57.

<sup>5</sup> Limitnivån blir ofta hög för att den aktuella funktionen ska undvika separata beslut om att höja motpartslimiten under dagar med extremt hög handel med enskilda motparter, se Sveriges riksbank (1999), sid. 43.

<sup>6</sup> Vid utländsk verksamhet sker motsvarande delegering av den korta in- och utlåningen till lokala dotterbanker, se Sveriges riksbank (2004), sid. 88.

marknaden som krävs för att hantera dessa åtaganden. Hur handlarfunktionen dagligen utjämnar under- och överskott på koncernens transaktionskonto skiljer sig åt i varje given situation. Handlarfunktionens agerande beror nämligen på kontraktens pris (se prissättningsavsnittet), motparts- och likviditetslimiter, möjlighet att använda bankens likviditetsbuffert i form av pantsättningsbara värdepapper samt kapitaltäckningskostnad<sup>7</sup> (beroende på vem motparten är). En närmare beskrivning av hur handlarfunktionen väljer mellan olika finansiella kontrakt ges längre fram i artikeln.

## Hur går den externa likviditetsutjämnningen till?

RIX-deltagare har under dagen räntefri kredit i Riksbanken mot säkerhet i värdepapper.

Som tidigare konstaterades försöker storbankerna att med god framförhållning utjämna under- och överskott på ett så effektivt sätt som möjligt. Dagligen måste storbankerna hantera både in- och utbetalningar som inte helt stämmer överens med varandra tidsmässigt och oförutsedda betalningsströmmar. Dessa oförutsedda betalningströmmar uppkommer genom kunders affärstransaktioner och portföljförvaltares eller andra finansiella aktörers omflyttningar i sina valuta- och värdepappersportföljer. Riksbanken har här en viktig roll genom att tillhandahålla ett centralt betalningssystem, RIX<sup>8</sup>. Under dagen har banker som deltar i RIX räntefri kredit i Riksbanken mot säkerhet i värdepapper. Bankerna kan även själva tillhandahålla intradagsfaciliteter interbank. Innan betalningssystemet stänger klockan 17.00 måste bankernas transaktionskonton i Riksbanken vara i balans. I annat fall lånar eller placerar bankerna över natten i RIX genom Riksbankens stående faciliteter eller finjusterande operationer (se följande avsnitt).

De marknadsaktörer som inte har direkt tillgång till RIX gör sina dagliga justeringar på sina transaktionskonton i sina husbanker, vilka i sin tur utjämnar sina under- och överskott interbank eller i Riksbanken. In- och utlåningsfaciliteter finns inte enbart hos Riksbanken utan husbankerna har sådana till sina kunder. Därtill tillhandahåller husbankerna andra korta finansiella kontrakt (se följande avsnitt) för daglig likviditetsutjämnning.

Bankernas in- och utlåning i RIX över natten sker till relativt höga priser varför de föredrar att köpa och sälja andra korta finansiella kontrakt.

Eftersom bankernas in- och utlåning i RIX över natten, alternativt i husbankerna för marknadsaktörer som inte deltar i RIX, sker till relativt höga priser<sup>9</sup> föredrar de att dagligen justera sina transaktionskonton genom att köpa och sälja andra korta finansiella kontrakt på marknaden för likviditetsutjämnning. Ovan nämnda in- och utlåningsfaciliteter utgör

<sup>7</sup> Kapitaltäckningskostnaden påverkas av EU:s kapitaltäckningsregler som återfinns i Basel II (Baselfördraget).

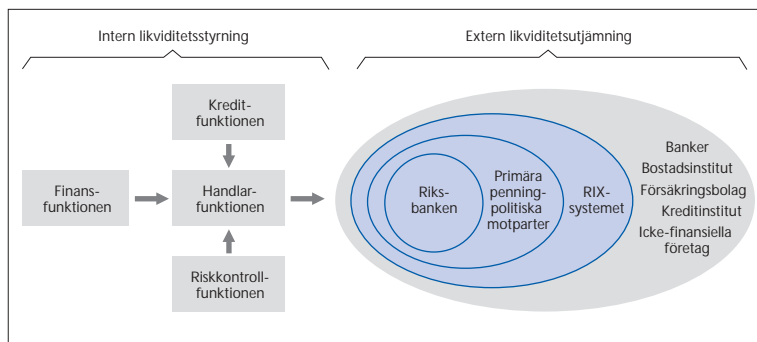
<sup>8</sup> För en utförlig redogörelse för hur RIX fungerar, se Sveriges riksbank (2005).

<sup>9</sup> Räntesatsen för Riksbankens stående faciliteter ligger 75 punkter över/under reporäntan och finjusteringsräntan 10 punkter över/under reporäntan.

således restposter för de dagliga under- och överskott som inte har kunnat utjämnas på annat sätt. Sammantaget syftar alla finansiella kontrakt som används på marknaden för likviditetsutjämning till att skapa balans på marknadsaktörernas transaktionskonton för att därigenom uppnå en effektiv kassahantering (cash management).

Figur 2 visar kopplingen mellan den interna likviditetsstyrningen hos enskilda marknadsaktörer och övriga aktörer som agerar på marknaden för likviditetsutjämning

Figur 2. Kopplingen mellan den interna likviditetsstyrningen och den externa likviditetsutjämnningen på marknaden för likviditetsutjämning



Banksystemet = RIX-medlemmar med tillgång till Riksbankens stående faciliteter. Kreditinstitut, Värdepapperscentralen, Bankgirocentralen, Stockholmsbörsen och Riksgäldskontoret ingår i RIX-systemet men inte i banksystemet.

## Finansiella kontrakt på marknaden för likviditetsutjämning

På marknaden för likviditetsutjämning använder marknadsaktörer olika typer av finansiella kontrakt för att dagligen balansera sina transaktionskonton. Eftersom kontrakten är standardiserade produkter behöver aktörerna endast komma överens med motparten om löptid, nominellt belopp och ränta. Kontrakten är uppbyggda kring räntebärande tillgångar och byten av valutaflöden, varför marknaden omfattar likviditetsutjämning både på ränte- och valutamarknaden. Vissa kontrakt ställer krav på underliggande värdepapper som säkerhet (stats- och bostadsobligationer, statsskuldsväxlar samt certifikat).

Det allra kortaste löptidssegmentet på marknaden för likviditetsutjämning är dagslänemarknaden, där marknadsaktörernas betalningsåtaganden hanteras genom kontraktslösningar med en löptid från i dag till i morgon (över natten). Övrig löptidsindelning på marknaden för likviditetsutjämning återges i faktarutan, vilken även beskriver hur ränteberäkningen sker och hur belopp redovisas.

Finansiella kontrakt är standardiserade produkter.

## KONVENTIONER – MARKNADEN FÖR LIKVIDITETSUTJÄMNING I KRONOR

Räntebas (day count basis): Depositkontrakt och repor samt Riksbankens repor och certifikat faktiskt antal dagar/360 dagar per år (actual/360)

## Kvoteringsbas

(quotations basis): Priserna/räntorna ska uttryckas i decimaler

Handelsdag (trade date): Anges som T0

Löptider (value date): O/N (over night) = i dag (T0) till i morgon (T1)

T/N (tomorrow/next) = i morgon (T1) till i övermorgon (T2)

S/N (spot/next) = i övermorgon (T2) till dagen efter (T3)

1w (one week) = i övermorgon (T2) och en vecka därefter (T2 till T9)

När löptiderna är mycket korta används depositkontrakt, repor och korta valuta-marknadssvappar.

När löptiderna är mycket korta, vilket fallet är på marknaden för likviditetsutjämning, lönar det sig inte att ge ut särskilda värdepapper. Vid likviditetsutjämningen används istället depositkontrakt, repor och korta valutamarknadssvappar (FX-svappar). Under dagen har bankerna även möjlighet att använda intradagsfaciliteterna hos Riksbanken och interbank. Därtill kan bankerna delta i Riksbankens penningpolitiska repa och låna eller placera i Riksbanken över natten.

Figur 3 visar aktörer och finansiella kontrakt på marknaden för likviditetsutjämning. Riksbankens penningpolitiska repa, finjusteringar och stående faciliteter beskrivs kortfattat i detta avsnitt.<sup>10</sup> Statistik över depositkontrakt och repor i avsnittet omfattar inte icke-finansiella företag. Dessa företag är betydelsefulla aktörer på marknaden, men deras aktiviteter fångas inte upp av befintlig statistik.

## INTRADAGSFACILITETER (INTRADAGSKREDITER)

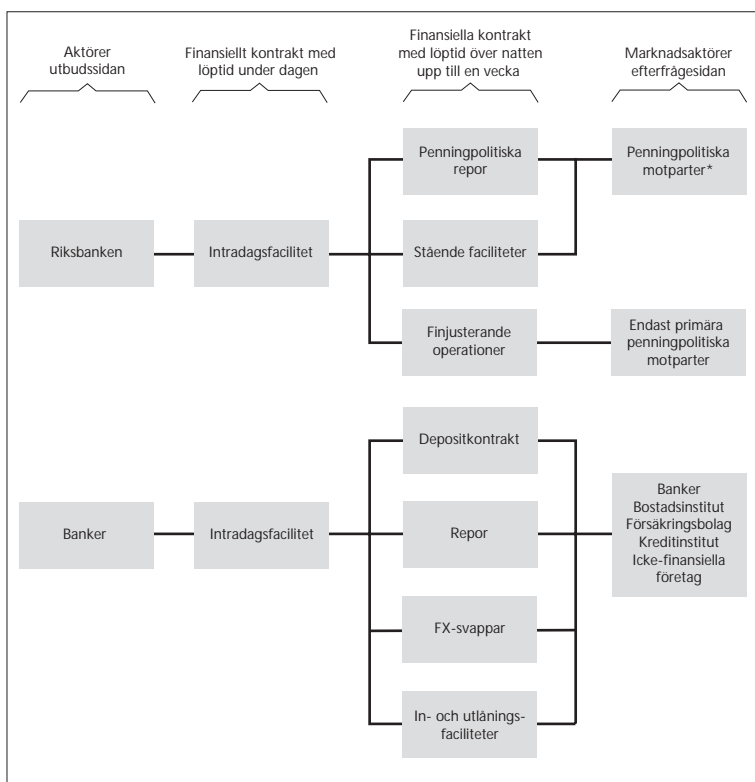
Banker som deltar i RIX har räntefri intradagskredit i Riksbanken mot säkerhet i värdepapper.

Banker som deltar i RIX har räntefri intradagskredit i Riksbanken mot säkerhet i värdepapper. Värdet på säkerheterna efter eventuella värderingsavdrag (hair cut) utgör lånetaket. Intradagsfaciliteten är det snabbaste – i princip utan någon tidsåtgång alls – sättet att få tag på likviditet. Saknas tillräckligt med säkerheter kan sådana lånas över dagen från en annan bank fram till dess att RIX stänger.

När säkerheterna inte räcker till för lån i RIX över dagen har vissa banker en informell överenskommelse om att intradagskrediter är "räntefria" interbank. Motpartslimiterna anger taket för bankernas maximala lånevolym. Faciliteten behövs främst från det att RIX öppnar fram till tidig eftermiddag när bankernas under- och överskott på transaktionskontona

<sup>10</sup> För en mer utförlig redogörelse, se Otz (2005).

Figur 3. Aktörer och finansiella kontrakt på marknaden för likviditetsutjämning



\* Riksbankens penningpolitiska motparter är för närvarande ABN Amro Bank, Citibank, Calyon, Danske Bank/Consensus, DnB NOR Bank, E. Ohman J:or Fondkommission AB, Länsförsäkringar Bank, Nordea, SEB, Skandiabanken, Svenska Handelsbanken och Swedbank (FöreningsSparbanken). Fem av dessa motparter har valt att inte delta i de penningpolitiska reporna.

blir klara. De banker som deltar i överenskommelsen har sällan behövt använda sig av denna lånemöjlighet interbank.

### PENNINGPOLITISKA REPOR

Riksbanken ser till att banksystemet som helhet får låna mot säkerhet i värdepapper genom Riksbankens veckovisa penningpolitiska repa, i vilken bankerna lägger bud om önskad tilldelning.<sup>11</sup> Det lägsta bud som Riksbanken tillåter är 200 miljoner kronor och det högsta 15 miljarder kronor. Huruvida en enskild bank bjuder i den penningpolitiska repa eller inte är relaterad till bankens (eller dennes kunds) likviditetsbehov.

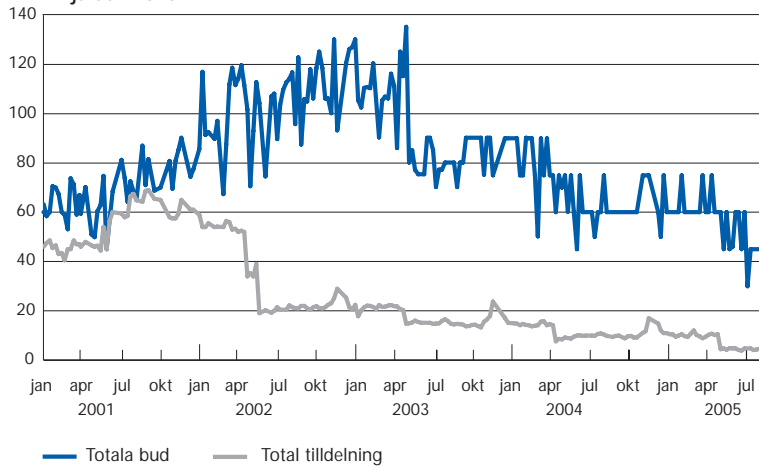
Genom Riksbankens veckovisa penningpolitiska repa får banksystemet låna mot säkerhet i värdepapper.

<sup>11</sup> Storleken på den penningpolitiska repa styrs i hög grad av förändringar i allmänhetens efterfrågan på sedlar och mynt.

Emellertid är budvolymen ofta av schablonkaraktär eftersom de banker som väljer att ge bud vanligen bjuder "fullt".

Diagram 1 visar summan av bankernas bud i den penningpolitiska repån visavi Riksbankens tilldelning. Eftersom Riksbankens tilldelningsmetod<sup>12</sup> gör att banker med likviditetsbehov sällan får full tilldelning i förhållande till sina bud uppgår buden vanligtvis till 15 miljarder kronor. Bankernas budbeteende försäkrar dem om att få låna maximalt i förhållande till Riksbankens tilldelningsprocent, vilken i genomsnitt var 17 procent under 2004.

Diagram 1. Summa bud respektive tilldelning i Riksbankens penningpolitiska repor 30 januari 2001–30 augusti 2005  
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

Anm. Nedgången i tilldelningen i Riksbankens penningpolitiska repa mellan maj och juni 2002 orsakades av att vinstmedel om cirka 7 miljarder kronor fördes över från Riksbanken till staten och att Riksbanken gjorde en extra överföring till staten om 20 miljarder kronor.

## FINJUSTERANDE OPERATIONER

När banksystemet som helhet har under- eller överskott vid dagens slut visavi Riksbanken får endast de primära penningpolitiska motparter som har ett motsvarande över- eller underskott delta i Riksbankens finjusterande operationer.<sup>13</sup> Om banksystemet som helhet har ett överskott får däremot en bank som har ett underskott inte delta i Riksbankens finjustering.

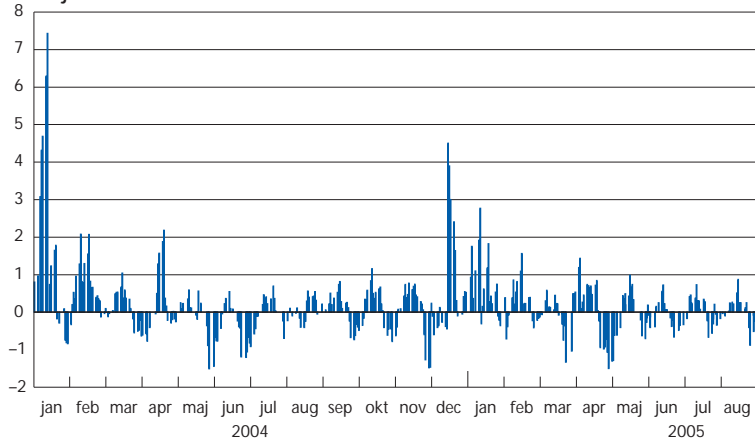
<sup>12</sup> Tilldelningen till varje bank sker genom att Riksbankens tilldelningsprocent multipliceras med bankens bud. Tilldelningsprocenten fås fram genom att dividera storleken på den penningpolitiska repån med summan av alla bankers bud.

<sup>13</sup> Finjusteringarna görs för att det faktiska utfallet av banksystemets upplånings- eller placeringsbehov enskilda dagar visavi Riksbanken kan skilja sig mot vad Riksbanken har prognostiserat inom den penningpolitiska repans löptid. Skillnaden kan dels bero på att Riksbankens prognos bygger på hur bankernas placerings- och upplåningsbehov ser ut för hela repans löptid och inte för enskilda dagar, dels på att Riksbanken gjort felaktiga bedömningar i sina prognoser.

Riksbanken finjusterar (nästintill) dagligen banksystemets ställning gentemot Riksbanken (se diagram 2). De belopp som finjusteras i Riksbanken är mycket små jämfört med deposit- och repolymererna på marknaden för likviditetsutjämning. Under 2004 uppgick den genomsnittliga inlåningen i Riksbanken till finjusteringsräntan till cirka 790 miljoner kronor medan den genomsnittliga utlåningen var ungefär 480 miljoner kronor. Finjusteringarna är störst i samband med jul- och nyårshelgerna. Detta beror på att löptiden på den penningpolitiska repån då är längre än normalt samtidigt som stora in- och uttag av sedlar och mynt äger rum.

De belopp som finjusteras i Riksbanken är små jämfört med deposit- och repolymererna.

Diagram 2. In- och utlåning i Riksbanken genom dess finjusterande operationer 2 januari 2004–31 augusti 2005  
Miljarder kronor



Källa: Riksbanken.

Anm. Positiva belopp visar Riksbankens primära penningpolitiska motparterers placeringar i Riksbanken medan negativa belopp utgör deras lån.

## STÅENDE FACILITETER

I händelse av att bankernas transaktionskonton i Riksbanken inte är i balans vid stängningen av RIX, samtidigt som banksystemet som helhet visavi Riksbanken är i balans, placeras eventuella under- eller överskott i Riksbankens stående faciliteter över natten. Tillämpningen av Riksbankens räntestyrningssystem gör att endast småbelopp återfinns i faciliteterna jämfört med finjusteringarna. Under 2004 uppgick den genomsnittliga placeringen i Riksbanken till facilitetsräntan till cirka 70 miljoner kronor medan den genomsnittliga utlåningen var ungefär 22 miljoner kronor. Dessa belopp är försumbara och banksystemet som helhet kan därför anses ha varit i balans. Topparna i placeringarna och bottenarna i lånen beror vanligtvis på att Riksbankens primära penningpolitiska motparter

Endast småbelopp återfinns i de stående faciliteterna jämfört med finjusteringarna.



har valt att inte delta i finjusteringarna. En sådan situation inträffar när merkostnaden för in- eller utlåning i Riksbanken till finjusteringsräntan anses vara lägre än bankens administrationskostnader för att delta i likviditetsutjämningen.

## DEPOSITKONTRAKT

Depositkontrakt standardiserar in- och utlåningen i interbank- och kundledet utan krav på säkerheter till en i förväg bestämd ränta och löptid.

Depositkontrakt standardiserar in- och utlåningen i såväl interbank- som kundledet utan krav på underliggande säkerheter till en i förväg bestämd ränta och löptid. Utlåningen är inte fri utan lånetaket sätts av bankernas motpartslimit. Placeringar i depositkontrakt påverkar bankernas balansräkningar och kapitaltäckningskrav beroende på vilken marknadsaktör som behöver krediten.<sup>14</sup>

Löptiden på depositkontrakt väljs utifrån marknadsaktörernas in- och utbetalningsflöde de närmaste dagarna. Storbankerna bedömer att depositkontrakt till 90 procent omsätts på löptider upp till två dagar (O/N och T/N), men löptider upp till en vecka används också. Depositkontrakt över natten (O/N) används i såväl interbank- som kundledet. I interbankledet används kontrakten allra sist under dagen för under- eller överskott på de konton som inte har kunnat balanseras på annat sätt. Av administrativa skäl täcker vanligen utländska aktörer sina likviditetsbehov i kronor genom depositkontrakt från i morgon till i övermorgon (T/N).

Marknadsaktörer använder vanligen inte depositkontrakt vid in- och utlåning längre än en vecka på grund av att motpartslimiterna och kapitaltäckningskravet gör kontraktsformen dyrare relativt andra finansiella kontrakt på längre löptider. Dessutom har banker och stora aktörer i kundledet egna värdepappersprogram för att låna eller placera likviditet på längre löptider, men vid förfrågan brukar banker tillhandahålla längre depositkontrakt.

Det är inte bara depositkontrakt denominerade i kronor som används på marknaden för likviditetsutjämning utan andra valutor förekommer också. Utländsk valuta lånas exempelvis upp genom depositkontrakt hos någon bank i det aktuella landet som därefter omvandlas till kronor genom FX-svappar.

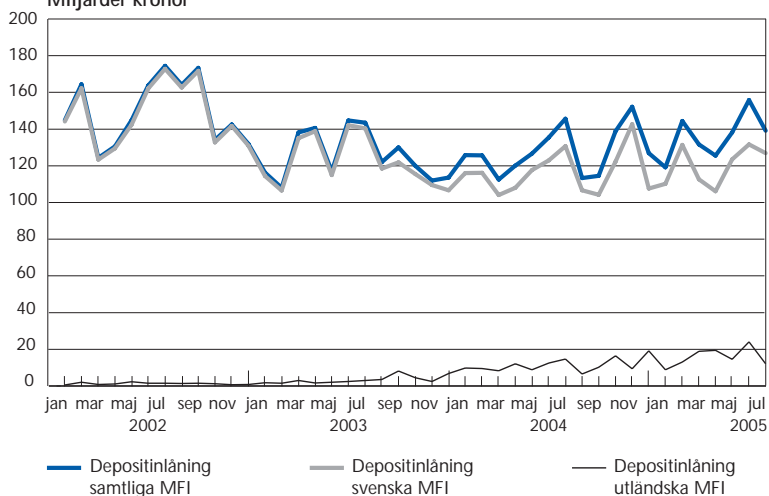
Diagram 3 visar de svenska och utländska kreditinstitutens utestående volymer av depositinlåning i kronor med avtalad löptid upp till en svensk bankdag.<sup>15</sup> Statistik över utestående volymer från i morgon upp till

<sup>14</sup> Varje gång utlåning sker via depositkontrakt påverkas kapitaltäckningskravet beroende på vilken risk motparten har.

<sup>15</sup> Svenska kreditinstitut rapporterar månatligen sina utestående volymer i depositinlåning i olika valutor till SCB som sammanställer finansmarknadsstatistiken. Definitionen en svensk bankdag har inte tolkats på ett entydigt sätt bland rapporterande svenska kreditinstitut. Den vanligaste tolkningen är att en svensk bankdag omfattar depositinlåning med en löptid över natten, men två storbanker anger att deras inrapportering omfattar löptiderna O/N och T/N.

en vecka (T/N, S/N och 1w) finns inte, varför diagrammet inte ger en total bild över depositinlåningen på marknaden för likviditetsutjämning. Sedan januari 2002 har samtliga kreditinstituts genomsnittliga depositinlåning i kronor varit relativt konstant. Diagrammet visar att merparten av depositinlåningen i kronor sker mellan svenska kreditinstitut, vilka under 2004 haft en genomsnittlig inlåning på cirka 120 miljarder kronor. Utestående volymer i depositutlåningen visas inte i diagrammet, då depositutlåningen i kronor till svenska och utländska kreditinstitut på aggregerad nivå i princip ska vara lika stor som depositinlåningen till samma sektor.<sup>16</sup>

Diagram 3. Kreditinstitutens utestående volymer av depositinlåning i kronor vid månadsskiftet 31 januari 2002–31 juli 2005  
Miljarder kronor



Anm. Kreditinstituten betecknas i statistiken som monetära finansiella institut (MFI), det vill säga banker, bostadsinstitut och finansbolag som tar emot inlåning eller nära substitut för inlåning från andra (ej enbart MFI) och som för egen räkning ger krediter eller placerar i värdepapper. I december 2003 inkluderades EU-motparter i statistiken, något som återspeglas i ökningen i depositinlåningen för utländska MFI.

Källa: Statistiska centralbyrån.

## REPOR

Repor (repurchase agreement) är ett försäljnings- eller köpavtal där en marknadsaktör avtalar att sälja ett värdepapper till en motpart i utbyte mot likviditet. Samtidigt som värdepapperet säljs sker en överenskommelse om att det ska köpas tillbaka vid en given tidpunkt i framtiden till ett bestämt pris. Repotransaktionen består därför av två delar: en försälj-

Repor är ett försäljnings- eller köpavtal där en aktör avtalar att sälja ett värdepapper till en motpart i utbyte mot likviditet.

<sup>16</sup> Depositinlåningen och -utlåningen balanserar inte för samtliga kreditinstitut av skäl som inte kan härledas i SCB:s finansmarknadsstatistik. För att klargöra differensen krävs ytterligare analyser som ligger utanför syftet med denna artikel.

Repointumenten fungerar i stort sett som lån mot säkerhet över repans löptid.

ning (avista) och ett avtal om återköp vid en framtida tidpunkt (termin). En repa innebär således att företaget dels "repar ut" (tillfälligt säljer) värdepapperet i utbyte mot likvida medel, dels avtalar om återköp av värdepapperet. Den motstående positionen blir att "repa in" ett värdepapper i utbyte mot likvida medel (omvänd repa). Till skillnad från depositkontrakt måste den marknadsaktör som vill skaffa sig likviditet via repor ha en egen värdepappersstock som kan belånas, men den behöver å andra sidan inte utnyttja de limiter som krävs på despositmarknaden.

Repointumenten fungerar i stort sett som lån mot säkerhet över repans löptid. Omvänt kan repor ses som värdepapperslån mot säkerhet i likvida medel. Pantsatta värdepapper säljs inte under perioden. Om långtågaren inte kan lösa sina skulder vid periodens slut går ägandet av värdepapperen över till långgivaren, varför repor innebär minimal motpartsexponering för långgivaren.

Principiellt kan samtliga värdepapper som handlas på räntemarknaden användas som säkerhet i reporna. Handeln i statsobligationer och statsskuldväxlar är förenad med mycket hög likviditet och låg risk. Eftersom såväl finansiella som icke-finansiella företag har olika utseende på sina värdepappersportföljer underlättas repohandeln av att motparter inte alltid behöver ha kännedom om exakt vilka statsobligationer och statsskuldväxlar som ingår i en godtycklig repa. Dessa repor har fullgod säkerhet och benämns GC (general collateral). Om marknaden av något skäl uppfattar ett visst värdepapper som "bristvara" så kan reporna av sådana papper bli speciella (specials).<sup>17</sup> När detta inträffar särbehandlar motparten repen. Repor med underliggande värdepapper som har lägre likviditet och/eller högre risk än statsobligationer och statsskuldväxlar är i regel speciella.

Storbankerna uppskattar att 90 procent av reporna omsätts på upp till en veckas löptid. För svensk del används repor över natten (O/N) i både interbank- och kundledet. Dessa repor görs vanligen tidigare på dagen än depositkontrakt och FX-svappar eftersom reporna kräver mer administration. Svenska bankkunder använder främst repor över natten för att utjämna överskotten på sina transaktionskonton.

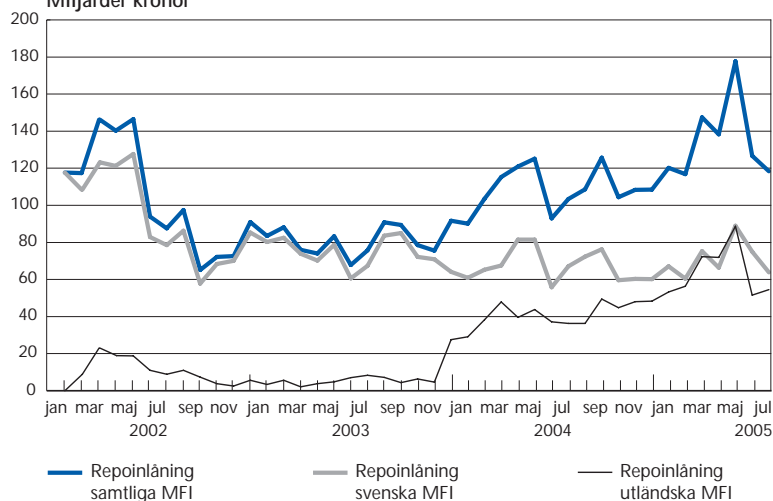
Reporna måste vara registrerade hos Värdepapperscentralen (VPC) under dagen. Om ingen överföring av värdepapperet sker blir det ingen affär, då VPC inte tillåter blankning av värdepapper över natten. Om repotransaktionen inte är korrekt utförd tillämpas en straffavgift. Av admi-

<sup>17</sup> Vissa perioder kan det vara svårt att få tag på värdepapper, exempelvis vid kvartals-, halvårs- och årsskiftet. Alternativt kan marknadsaktörer som köpt värdepapper välja att inte omsätta dem, något som i sin tur påverkar utbudet av enskilda värdepapper. Om efterfrågan på ett värdepapper stiger utan att motsvarande utbudsökning sker så ökar priset på värdepapperet (en så kallad squeeze föreligger).

nistrativa skäl föredrar därför utländska marknadsaktörer repor från i morgon till i övermorgon (T/N).

Diagram 4 visar svenska och utländska kreditinstituts utestående volymer av repoinlåning i kronor.<sup>18</sup> Repornas löptider är inte specificerade i statistiken, men storbankerna har angivit att merparten av reporna har upp till en veckas löptid. Mellan januari 2002 och juli 2005 har svenska kreditinstituts genomsnittliga repoinlåning i kronor varit relativt konstant. Under 2004 var den genomsnittliga repoinlåningen ungefär 70 miljarder kronor. Utestående volymer i repoutlåningen visas inte i diagrammet, men repoutlåningen till samma sektor ska i princip vara lika stor som repoinlåningen.<sup>19</sup> Repostockarna på marknaden för likviditetsutjämning är avsevärt mycket större än Riksbankens penningpolitiska repor.

Diagram 4. Kreditinstitutsens utestående volymer av repoinlåning i kronor vid månadsskiftet 31 januari 2002–31 juli 2005  
Miljarder kronor



Anm. Kreditinstituten betecknas i statistiken som monetära finansiella institut (MFI), det vill säga banker, bostadsinstitut och finansbolag som tar emot inlåning eller nära substitut för inlåning från andra (ej enbart MFI) och som för egen räkning ger krediter eller placerar i värdepapper. I december 2003 inkluderades EU-motparter i statistiken, något som återspeglas i den kraftiga ökningen i repoinlåningen för utländska MFI.

Källa: Statistiska centralbyrån.

<sup>18</sup> Svenska kreditinstitut rapporterar månatligen sina utestående volymer i repoinlåning i olika valutor till SCB som sammanställer finansmarknadsstatistiken.

<sup>19</sup> Repoinlåningen och -utlåningen balanserar inte för samtliga kreditinstitut av skäl som inte kan härledas i SCB:s finansmarknadsstatistik. För att klarlägga differensen krävs ytterligare analyser som ligger utanför syftet med denna artikel.

En FX-svapp är en överenskommelse att köpa valuta avista och sälja tillbaka samma valuta vid ett bestämt tillfälle i framtiden på termin.

Marknadsaktörer kan utjämna under- och överskott på sina dagliga transaktionskonton genom att använda FX-svappar med olika löptider. En FX-svapp innebär en överenskommelse om att köpa en valuta på avistamarknaden och sälja tillbaka samma valuta vid ett bestämt tillfälle i framtiden på terminsmarknaden. Den marknadsaktör som exempelvis har ett underskott i sina kronbetalningar kan skaffa sig kronor genom att låna utländsk valuta på avistamarknaden, och därefter växla valutan mot kronor. För att undvika valutakursrisk säljer aktören samtidigt den utländska valutan mot kronor på terminsmarknaden. Om marknadsaktören har ett överskott i kronor som ska placeras görs affärerna i motsatt riktning. FX-svappar är standardiserade, vilket innebär att den som utnyttjar kontraktet inte behöver göra alla transaktioner själv.

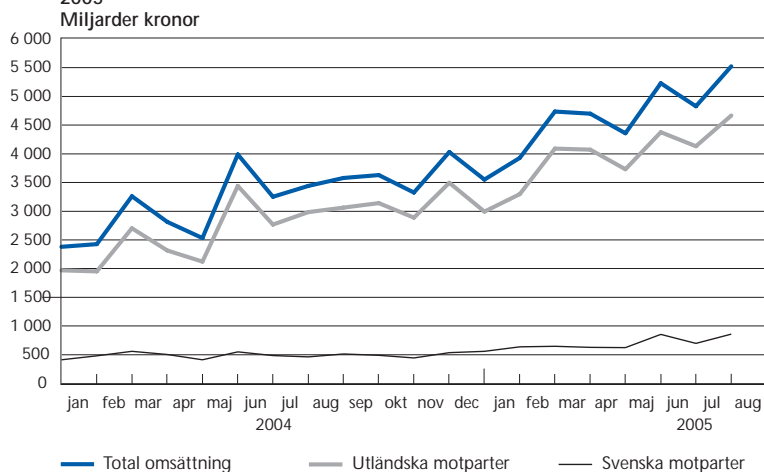
Såväl finansiella som icke-finansiella företag använder FX-svappar över natten (O/N) för att justera sina transaktionskonton vid slutet av dagen. Storbankerna bedömer att 80 procent av FX-svapparna omsätts på löptider upp till två dagar (O/N och T/N). I regel är den kortaste löptiden utländska aktörer här agerar på från i morgon till i övermorgon (T/N) dels av avräkningstekniska skäl, dels på grund av att motstående valutaintressen lättare matchas.

SCB:s finansmarknadsstatistik omfattar inte FX-svappar med olika löptider, varför Riksbankens omsättningstatistik på valutamarknaden istället får illustrera kontraktens omfattning. Omsättningsstatistiken ger ingen information om hur stora stockar som är utelöpande på marknaden för likviditetsutjämning, men den ger en indikation om aktiviteten på denna marknad.<sup>20</sup> Omsättningsstatistiken ger enbart information om svapptransaktionerna, där kronor utgör ena benet i transaktionerna, hos Riksbankens valutapolitiska motparter<sup>21</sup> visavi dem själva och deras motparter. Diagram 5 visar motpartsretsens totala omsättning i korta FX-svappar (O/N och T/N) per månad på den svenska valutamarknaden. Under 2004 uppgick motpartsretsens genomsnittliga omsättning i korta FX-svappar med svenska motparter till 15 procent av den totala genomsnittliga omsättningen gentemot alla motparter (cirka 3 800 miljarder kronor per månad). Merparten av FX-svapparna hade således utländska aktörer som motparter. Den största omsättningen återfinns i valutaparet SEK/USD.

<sup>20</sup> Av handeln på valutamarknaden består cirka två tredjedelar av interbankhandel, se Sveriges riksbank (2005), sid. 37.

<sup>21</sup> Riksbankens valutapolitiska motparter är ABN AMRO Bank, Calyon, Citibank, Danske Bank, Deutsche Bank, JP Morgan Chase Bank, Nordea, SEB, Svenska Handelsbanken, Swedbank (FöreningsSparbanken) och UBS AG.

Diagram 5. Omsättning per månad i korta FX-svappar hos Riksbankens valuta-politiska motparter visavi dem själva och deras motparter 1 januari 2004–1 augusti 2005



Källa: Riksbanken.

## Hur väljer handlarfunktionen mellan finansiella kontrakt på marknaden för likviditetsutjämning?

Respektive storbanks handlarfunktion hanterar finansiella kontrakt på marknaden för likviditetsutjämning för sin banks och sina bankkunders räkning. Exakt vilken aktör som initierar en transaktion är svårt att avgöra på grund av att kundaffärer ofta genererar interbankhandel när bankerna försöker neutralisera sina kundpositioner. Som tidigare nämnt har handlarfunktionen stor frihet att välja vilket finansiellt kontrakt som ska utjämna ett dagligt under- eller överskott på transaktionskontot. För bankkundernas räkning kan handlarfunktionen ge rekommendationer om hanteringen av deras likviditetsutjämning.

Handlarfunktionens beslut att använda ett visst finansiellt kontrakt fattas utifrån om det dagliga under- eller överskottet – efter den interna likviditetsutjämningen – är stort eller litet och av övergående karaktär (se figur 4). Är under- eller överskottet större alternativt av mer långvarig karaktär används depositkontrakt, FX-svappar och repor. En liten och kortvarig obalans på transaktionskontot utjämnas antingen via marknaden för likviditetsutjämning eller Riksbanken. Belopp som placeras i eller lånas av Riksbanken är en residual av handlarfunktionens verksamhet.

Därnäst väljer handlarfunktionen på vilken löptid det dagliga under- eller överskottet ska lånas upp alternativt placeras. Eftersom likviditetsprognoser är osäkra på en veckas sikt får handlarfunktionen uppskatta när kommande in- och utbetalningar förväntas utjämna placeringen alternativt upplåningen. Vid likviditetshanteringen är det dock vanligt att hand-

Beslutet att använda ett visst finansiellt kontrakt fattas utifrån om det dagliga under- eller överskottet är stort eller litet och av övergående karaktär.

larfunktionen väljer så korta löptider som möjligt dels av avräkningstekniska skäl, dels på grund av att motstående valutaintressen lättare matchas.

Handlarfunktionens beslut om hur en obalans på transaktionskontot ska placeras eller upplånas avgörs därefter av det finansiella kontrakt som har bäst pris inom givna motpartslimiter. En mängd faktorer påverkar priset och det ligger utanför denna artikels syften att behandla dem alla. Riksbankens reporänta är den viktigaste prispåverkande faktorn, då den anger på vilken generell prisnivå kontrakten ska ligga. Denna faktor behandlas därför i följande avsnitt. Kontraktspriserna påverkas även av att banker som frekvent deltar på marknaden för likviditetsutjämning får bättre priser av motparten än mindre aktiva banker (så kallad name recognition). Dessutom påverkas prissättningen av stora under- eller överskott i likviditetsflöden interbank på svenska och utländska marknader.

Det inte alltid bäst pris som avgör valet av finansiellt kontrakt vid likviditetsutjämningen.

Emellertid är det inte alltid bäst pris som avgör valet av finansiellt kontrakt vid likviditetsutjämningen. Ett exempel på detta är när handlarfunktionen försöker använda så mycket FX-svappar som möjligt vid likviditetsutjämningen för att minska motpartsrisken. När balansräkningen stäms av (månads-, kvartals- och årsskiften) är heller inte priset på kontrakten avgörande för handlarfunktionens beslut. Utifrån likviditetsbufferens, motpartslimiternas, balansräkningens och kapitaltäckningskostnads utseende faller valet vid dessa tillfällen på det kontrakt som löser obalansen på transaktionskontot på enklast möjliga sätt.

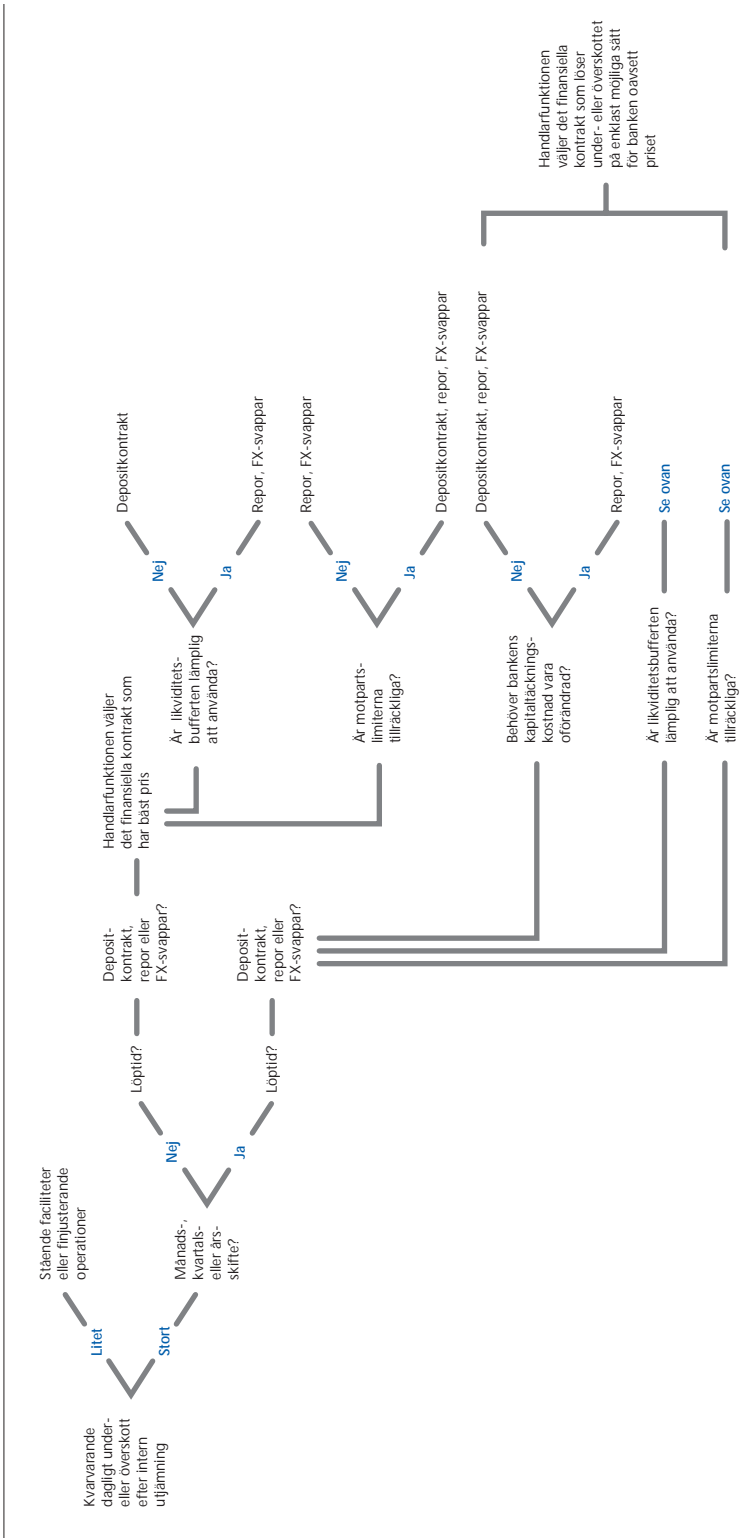
Till skillnad från FX-svappar påverkar alltid handlarfunktionens val av depositkontrakt och repor balansräkningen. Hänsyn kan behöva tas till kapitaltäckningskostnaden<sup>22</sup> vid balansräkningens avstämning även om denna kostnad är marginell på de kortaste löptiderna (O/N och T/N). När kapitaltäckningskostnaden ska vara oförändrad används repor eller FX-svappar istället för depositkontrakt.

Likviditetsbufferten kan som tidigare nämnts användas för att justera dagliga under- eller överskott genom att handlarfunktionen använder bankens valutaportfölj eller värdepappersstock. Därmed undgår man att påverka bankens motpartslimiter såsom fallet är vid deposittransaktioner. FX-svappar påverkar marginellt motpartslimiterna eftersom endast valutor byts mot varandra.<sup>23</sup> Inga säkerheter krävs heller för att göra transaktionerna. Lämpliga tillfällen att använda FX-svappar för att justera underskott på transaktionskontot är när motpartslimiterna är fullt utnyttjade hos motparten med motsvarande överskott. I detta fall kan alltså motparten

<sup>22</sup> Kapitaltäckningskostnaden påverkas av EU:s kapitaltäckningsregler som återfinns i Basel II (Baselfördraget).

<sup>23</sup> FX-svappar medför dock en avvecklingsrisk, med andra ord risken för att motparten inte levererar den överenskomna valutan. Om avvecklingsrisken är alltför stor är detta ett skäl till varför handlarfunktionen inte handlar med kontraktet gentemot motparten.

Figur 4. Hur handlarfunktionen väljer mellan finansiella kontrakt på marknaden för likviditetsutjämning





inte exponera sig för mer kreditrisk. Repor påverkar heller inte bankens motpartsgränser, men å andra sidan krävs säkerheter för att hantera underskottet på transaktionskontot.

Figur 4 visar en schematisk beskrivning av handlarfunktionens beslutsprocess.

## Prissättning på marknaden för likviditetsutjämning

Priserna på ovan beskrivna finansiella kontrakt har betydelse för hur marknadsaktörer väljer att justera sina dagliga under- eller överskott på sina transaktionskonton. Detta avsnitt beskriver generella utgångspunkter vid kontraktens prissättning.

### KORTA REFERENS RÄNTOR I BANKSYSTEMET

Riksbanken styr prissättningen av finansiella kontrakt på marknaden för likviditetsutjämning genom dess in- och utlåningsräntor över natten i RIX. Syftet med styrningen är att uppnå Riksbankens övergripande penningpolitiska mål (prisstabilitet).<sup>24</sup> Styrningen sker via reporäntan som signalerar var marknadsaktörernas dagslåneränta (0/N-ränta) ska ligga under den penningpolitiska repans löptid (normalt en vecka). Dagslåneräntan påverkar räntebildningen i hela ekonomin eftersom den är det yttersta alternativet till lån eller placeringar med längre löptider.

Reporäntan används som referensränta för dagslåneräntan, men det är genom Riksbankens finjusterande operationer som dagslåneräntan hamnar nära och stabilt kring reporäntan (se diagram 6). Bankerna använder dagslåneräntan som referensränta för justeringar av sina dagliga under- och överskott på sina transaktionskonton över natten. Riksbankens finjusterande operationer sker till reporäntan  $\pm 10$  räntepunkter. På marknaden för likviditetsutjämning utgör finjusteringsräntan marginalkostnaden för likviditetsutjämning över natten.

När marknadsaktörer behöver justera sina dagliga under- och överskott, på sina transaktionskonton från i morgon upp till en vecka (T/N, S/N och 1w) används den referensränta som återspeglar förväntningarna om reporäntans utveckling. På dessa löptider används räntenoteringen Stibor (en vecka)<sup>25</sup>. Diagram 6 visar att Riksbankens referensränta styr bankernas T/N-ränta. Dagslåneräntan visas inte i diagrammet eftersom den ligger nära och stabilt kring reporäntan, varför Riksbanken inte samlar in daglig

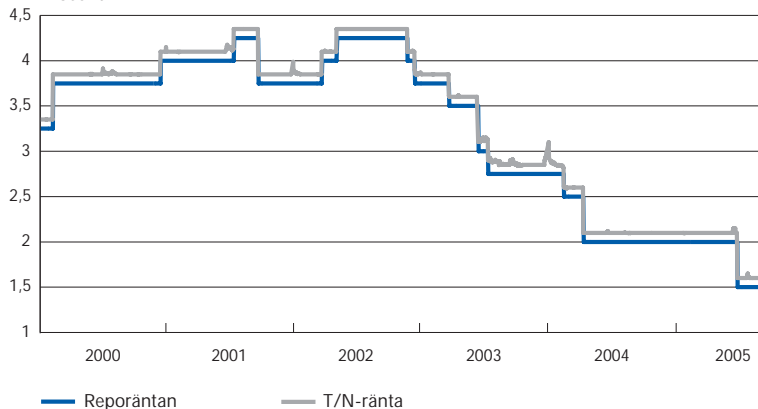
Bankerna använder dagslåneräntan som referensränta för justering av under- och överskott på sina transaktionskonton över natten.

När företag behöver justera dagliga under- och överskott på sina transaktionskonton från i morgon upp till en vecka används Stibor.

<sup>24</sup> Hur Riksbankens övergripande penningpolitiska mål uppnås via dess räntestyrningssystem beskrivs närmare av Ötz (2005).

<sup>25</sup> Räntenoteringen Stibor (Stockholm Interbank Offered Rate) är en framräknad referensränta utifrån svenska depositärntor för olika löptider. Stibor anges i T/N, 1W samt en, två, tre, sex, nio och tolv månader.

Diagram 6. Repo- och T/N-räntans utveckling 3 januari 2000–31 augusti 2005  
Procent



Anm. T/N-räntan är räntan från i morgon till i övermorgon.

Källa: Riksbanken.

statistik om denna. Dagslåneräntan är i sin tur referensränta när såväl räntesatserna för in- och utlåningsfaciliteterna i kundledet som kontraktspriserna för depositkontrakt, FX-svappar och repor över natten ska beräknas.

Bankerna balanserar även underskott på sina transaktionskonton intradag gentemot Riksbanken. Intradagskrediterna är räntefria mot värdepapper som säkerhet. Vissa banker ger varandra intradagskrediter räntefritt enligt en informell överenskommelse. En fastställd avgift tas dock ut för att återspegla alternativkostnaden för utlåningen hos kreditgivande bank. Ingen referensränta används således vid kreditgivning över dagen på marknaden för likviditetsutjämning.

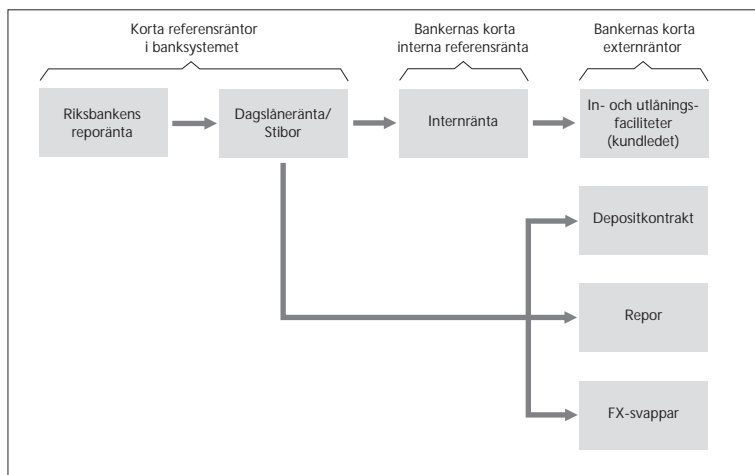
I princip används ingen referensränta interbank vid kreditgivning över dagen.

#### BANKERNAS KORTA EXTERNRÄNTOR

Internräntan är referensränta vid storbankernas interna likviditetsstyrning. Internräntan kan sättas utifrån olika utgångspunkter, men vanligtvis används dagslåneräntan i de fall internräntan ska återspegla upplåningskostnaden för likviditet över natten (se figur 5). På löptider från i övermorgon upp till en vecka (T/N, S/N och 1w) används ofta Stibor (en vecka) som referensränta. Storbankerna använder internräntan som referensränta vid beräkningen av räntesatserna för kort in- och utlåning i kundledet. Med dagslåneräntan alternativt Stibor som bas görs gängse påslag för kreditrisk, administrationskostnader med mera.

Bankernas prissättning av depositkontrakt, FX-svappar och repor påverkar hur marknadsaktörer väljer att dagligen justera eventuella under- eller överskott på sina transaktionskonton. En vedertagen uppfattning

Figur 5. Referensräntor på marknaden för likviditetsutjämning



Anm. Bankernas korta externräntor utgör priset för likviditetsutjämning genom bankernas in- och utlåningsfacilitet, depositkontrakt, repor och FX-svappar.

Bankernas prissättning av depositkontrakt, FX-svappar och repor påverkar hur aktörer väljer att dagligen justera under- eller överskott på sina transaktionskonton.

bland bankerna är att Riksbanken har varit framgångsrik med att balansera banksystemet visavi Riksbanken och att man därför inte behöver riskera att tvingas låna eller placera i Riksbankens in- och utlåningsfaciliteter till ofördelaktiga räntor. Detta skapar trygghet för alla marknadsaktörer, vilket i sin tur gör att dagslåneräntan blir stabil och hamnar nära reporäntan. Bankernas prissättning av depositkontrakt, FX-svappar och repor i interbank- och kundledet utgår därför från Riksbankens reporänta. Med reporäntan alternativt Stibor som bas görs gängse påslag på kontraktspriserna såsom kredit-, motparts- och likviditetsrisk, löptid, nominellt belopp med mera. Bilaga 1 ger en sammanställning över den generella prisbilden för depositkontrakt, FX-svappar och repor hos storbankerna.

Riksbankens finjusteringar har skapat förutsättningar för bankerna att hjälpa varandra till allas nytta.

Riksbankens finjusterande operationer har skapat förutsättningar för en informell överenskommelse interbank om att hjälpa varandra till allas nytta – ett "gentlemen's agreement" – för depositinlåning eller -utlåning över natten (O/N).<sup>26</sup> Överenskommelsen innebär att interbankräntan, det vill säga dagslåneräntan, inte skiljer sig från reporäntan. I sin tur påverkar överenskommelsen prisbilden på depositkontrakt, FX-svappar och repor. Den låga prisbilden i alla finansiella kontrakt på marknaden för likviditetsutjämning gör att bankerna inte kan göra några större vinster på denna marknad. Storbankernas målsättning är därför att göra likviditetsutjämningen på enklast möjliga sätt till bästa möjliga pris. Kontraktspriserna

<sup>26</sup> De finjusterande operationerna gör att en bank som har ett underskott (överskott) på sitt konto vet att de andra bankerna tillsammans har motsvarande överskott (underskott). Det finns inga incitament att avvika från att priset för likviditetsutjämning över natten är reporäntan, då en bank inte vet hur positionerna ändras från en dag till annan. Det lönar sig inte att höja priset (räntan) för utlåning under dagar med överskott eftersom underskott kan uppstå någon annan dag.

måste dock täcka administrationskostnaderna. Den bank som har ett större likviditetsöverskott över natten utnyttjar alltså inte sin position gentemot banker som har större underskott på sina transaktionskonton utan utlåning sker till reporäntan. Enligt storbankerna kommer volatiliteten på dagslånemarknaden att vara mycket låg så länge Riksbanken tillämpar räntestyrningssystemet på samma sätt som i dag och alltså balanserar banksystemets position visavi Riksbanken genom sina finjusterande operationer.

## Sammanfattning

Finansiella verksamheter hos marknadsaktörer genererar betalningsflöden. Eftersom alla betalningsåtaganden inte går att förutse matchar inte in- och utbetalningar varandra helt tidsmässigt. Marknadsaktörerna gör likviditetsprognoser för att planera sina betalningsflöden med så god framförhållning som möjligt i syfte att minimera dagliga obalanser på sina transaktionskonton. Dagliga under- och överskott utjämnas genom olika finansiella kontrakt med en veckas löptid. Banker som deltar i RIX kan utöver depositkontrakt, FX-svappar och repor använda Riksbankens in- och utlåning över natten för sin likviditetsutjämning. Likviditetsutjämningen underlättas av att RIX-deltagarna har räntefria intradagskrediter mot säkerhet i Riksbanken. Vissa banker har även möjlighet till räntefria intradagskrediter interbank. Övriga marknadsaktörer utanför RIX justerar sina transaktionskonton på motsvarande sätt med den skillnaden att likviditetsutjämningen sker visavi husbankerna samt att intradagskrediter inte brukar finnas tillgängliga.

All kort likviditetsutjämning sker på den marknad som i artikeln benämns marknaden för likviditetsutjämning. Omsättningen på denna marknad är mycket hög trots att marknadsaktörerna har god framförhållning när det gäller likviditetshanteringen och trots att man i sin planering strävar efter att begränsa användningen av korta finansiella kontrakt. De betalningsströmmar som inte går att förutse är dock omfattande och rör i stor utsträckning från kunders affärstransaktioner samt portföljförvaltare och andra finansiella aktörer som gör omflyttningar i sina valuta- och värdepappersportföljer.

Kan vi säga något om effektiviteten på den svenska marknaden för likviditetsutjämning utifrån artikelns genomgång av korta finansiella kontrakt och utgångspunkterna för deras prissättning? De marknadsaktörer som intervjuats, däribland storbankerna, bedömer att marknaden är mycket effektiv genom att volatiliteten i räntorna är mycket låg. Effektiviteten beror på att Riksbankens räntestyrningssystem är utformat på ett sådant sätt att marknadsaktörer i första hand löser sina dagliga under-

Storbankerna bedömer att marknaden för likviditetsutjämning är mycket effektiv och att det tar sig uttryck i mycket låg volatilitet i räntorna.

och överskott på sina transaktionskonton mellan sig och till en ränta som ligger nära Riksbankens reporänta. Riksbankens finjusterande operationer gör att ingen aktör ofrivilligt blir sittande med stora likviditetsunderskott (överskott) över natten som måste finansieras (placeras) till en ofördelaktig ränta. Finjusteringarna medför även att prissättningen för depositkontrakt, FX-svappar och repor ligger på eller nära reporäntan med mycket låg volatilitet. Räntestyrningssystemets förutsägbarhet gör att marknadsaktörerna kan förlita sig på att likviditet alltid kan lånas upp eller placeras på marknaden för likviditetsutjämning. Räntestyrningssystemets tillämpning gör dels att likviditetsutjämningen så långt det är möjligt hanteras på marknaden, dels att Riksbankens roll begränsas till vad som är nödvändigt för att styra räntan. Sammantaget fungerar marknaden för likviditetsutjämning väl då alla kontraktspriser uppvisar låg volatilitet samt att in- och utlåningen i de stående faciliteterna är begränsad.

## Referenser

- Hörngren, L., (1995), "Penningpolitik i teori och praktik", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, Sveriges riksbank.
- Otz, A., (2005), "Riksbankens räntestyrning – penningpolitik i praktiken", *Penning- och valutapolitik*, nr 2, Sveriges riksbank.
- Sveriges riksbank, (1999), "Motparts- och avvecklingsrisker i banksektorn", *Finansiell stabilitet*, nr 2.
- Sveriges riksbank, (2001), "Likviditet och likviditetsrisk", *Finansiell stabilitet*, nr 1.
- Sveriges riksbank, (2004), "Storbankernas finansiering", *Finansiell stabilitet*, nr 3.
- Sveriges riksbank, (2005), *Den svenska finansmarknaden*.

## Bilaga 1. Sammanställning över generell omsättning och prissättning av depositkontrakt, repor och FX-svappar\*

Finansiellt kontrakt	Påverkan på balansräkningen		Löptid			
			O/N (T0 till T1)	T/N (T1 till T2)	S/N (T2 till T3)	1W (T2 till T9)
Depositkontrakt	Ja	Omsätts företrädesvis av	Svenska banker och kunder (utländska aktörer om SEK-konto finns)	Alla svenska och utländska aktörer	Alla svenska och utländska aktörer	Alla svenska och utländska aktörer
		Omsättning	90 procent av den totala omsättningen i depositkontrakt görs på dessa löptider			
		Vanligt belopp per transaktion	0,5–2 miljarder kronor			
		Referensränta vid prissättning	Dagslåneräntan = reporäntan	Reporäntan och eventuellt Stibor		
		Prissättning	Depositkontrakt görs till priser stabilt på eller nära reporäntan. Depositpriset är 0-5 punkter över/under reporäntan vid lån/placering.		Depositkontrakt görs till priser stabilt nära reporäntan. Depositpriset är någon/några punkter dyrare än O/N- och T/N-priset	
Repor	Ja	Omsätts företrädesvis av	Svenska banker och kunder (placeringar)	Alla svenska och utländska aktörer	Alla svenska och utländska aktörer	Alla svenska och utländska aktörer
		Omsättning	90 procent av den totala omsättningen i repor görs på dessa löptider			
		Vanligt belopp per transaktion	0,5—5 miljarder kronor			
		Referensränta vid prissättning	Dagslåneräntan = reporäntan	Reporäntan och eventuellt Stibor		
		Prissättning	Reporna handlas stabilt på eller nära reporäntan. Repopriset är någon/några punkter lägre än depositräntorna eftersom lån sker mot säkerhet. Ingen större prisskillnad på reporna på olika löptider upp till en vecka. Prissättningen på repor påverkas även av priset på underliggande värdepapper. Varje värdepapper har ett unikt pris beroende på avkastningskurvan. Ett värdepapper med ett högt pris på avkastningskurvan är ofta dyrt att låna och vice versa. Vanligtvis används värdepapper med hög likviditet. När ett värdepapper blir eftertraktat (en så kallad squeeze föreligger) är det vanligt att en marknadsaktör får ett bättre pris av långivaren när detta repas ut. Denna möjlighet till squeeze gör att marknadsaktörer föredrar repor med kort löptid, då en aktör som har repat ut ett värdepapper som blir eftertraktat under repans löptid inte kan dra nytta av prisökningen.			

FX-svappar	Nej	Omsätts företrädesvis av	Svenska banker och kunder	Alla svenska och utländska aktörer	Alla svenska och utländska aktörer	Alla svenska och utländska aktörer
		Omsättning	80 procent av den totala omsättningen i FX-svappar görs på dessa löptider			
		Vanligt belopp per transaktion	0,5–2 miljarder kronor			
		Referensränta vid prissättning	Dagslåneräntan = reporäntan	Reporäntan och eventuellt Stibor		
		Prissättning	FX-svapparna handlas runt reporäntan med en mycket liten spread. Svapppriset i respektive valutapar ökar med omkring en punkt per dag på marknaden för likviditetsutjämning. Spreaden återspeglar skillnaderna i den svenska och det aktuella utlandets ränta, varför förväntningar om ränteutvecklingen i det senare landet påverkar prissättningen. Priset på FX-svappar med löptid från i morgon till i övermorgon (T/N) varierar mer än priset över natten (O/N) på grund av att utländska aktörer av administrativa skäl vanligtvis väljer FX-svappar med denna löptid. Ibland är priset på FX-svappar lägre än reporäntan på grund av att en utländsk bank har stort överskott i sin nationella valuta och därför ställer ett lägre pris på denna jämfört med övriga marknadsaktörer. Via den internationella depositmarknaden kan en svensk marknadsaktör få tag på valutan som därefter svappas till kronor.			

\*Sammanställningen baserar sig på en uppskattning av prisbilden och omsättningen på marknaden för likviditetsutjämning utifrån intervjuer med Riksbankens primära penningpolitiska motparter.



*Direktinvesteringar i Sverige och utlandet*

I Riksbankens årliga undersökning av direktinvesteringar, som publicerades den 8 november 2005, framgår att under 2004 ökade värdet av svenska direktinvesteringar i utlandet med 102 miljarder kronor medan värdet av utländska direktinvesteringar i Sverige ökade med 172 miljarder kronor.

Värdet på svenska direktinvesteringstillgångar i utlandet uppgick vid utgången av 2004 till 1 400 miljarder kronor och de största tillgångarna fanns i USA och Finland. Utländska direktinvesteringar i Sverige uppmättes till 1 316 miljarder kronor och de största ägarna var företag i USA och Nederländerna.

Avkastningen på svenska direktinvesteringar i utlandet uppgick 2004 till 141 miljarder kronor och avkastningen på utländska direktinvesteringar i Sverige till 92 miljarder kronor. Avkastningen på direktinvesteringar genererade därmed ett positivt bidrag till bytesbalansen med 49 miljarder kronor för 2004.

En fullständig rapport finns på Riksbankens webbplats, [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se) under Statistik/Betalningsbalans/Undersökningar.

## ■ Kalendarium

- 2002-03-18 Riksbanken beslutar höja *reporäntan* från 3,75 procent till 4,0 procent att gälla fr.o.m. den 20 mars 2002. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 3,25 respektive 4,75 procent.
- 04-25 Riksbanken beslutar höja *reporäntan* från 4,0 procent till 4,25 procent att gälla fr.o.m. den 2 maj 2002. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 3,5 respektive 5 procent.
- 06-28 Riksbanken fastställer *referensräntan* för perioden 1 juli 2002–31 december 2002 till 4,5 procent.
- 11-15 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 4,25 procent till 4,0 procent att gälla fr.o.m. den 20 november 2002. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 3,25 respektive 4,75 procent.
- 12-05 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 4,0 procent till 3,75 procent att gälla fr.o.m. den 11 december 2002. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 3,0 respektive 4,5 procent.
- 2003-01-01 Riksbanken fastställer *referensräntan* för perioden 1 januari 2003–30 juni 2003 till 4,00 procent.
- 03-17 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 3,75 procent till 3,50 procent att gälla fr.o.m. den 19 mars 2003. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 2,75 respektive 4,25 procent.
- 06-05 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 3,50 procent till 3,00 procent att gälla fr.o.m. den 11 juni 2003. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 2,25 respektive 3,75 procent.
- 06-30 Riksbanken fastställer *referensräntan* för perioden 1 juli 2003 till 31 december 2003 till 3,0 procent.
- 07-04 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 3,0 procent till 2,75 procent att gälla fr.o.m. den 9 juli 2003. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 2,00 respektive 3,50 procent.
- 2004-01-01 Riksbanken fastställer *referensräntan* för perioden 1 januari 2004–30 juni 2004 till 3,0 procent.

- 02-06 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 2,75 procent till 2,50 procent att gälla fr.o.m. den 11 februari 2004. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 1,75 respektive 3,25 procent.
- 03-31 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 2,50 procent till 2,00 procent att gälla fr.o.m. den 7 april 2004. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 1,25 respektive 2,75 procent.
- 06-30 Riksbanken fastställer *referensräntan* för perioden 1 juli 2004 till 31 december 2004 till 2 procent.
- 2005-01-01 Riksbanken fastställer *referensräntan* för perioden 1 januari 2005–30 juni 2005 till 2 procent.
- 06-20 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 2,00 procent till 1,50 procent att gälla fr.o.m. den 22 juni 2005. Riksbanken beslutar vidare att *in-* och *utlåningsräntan* justeras till 0,75 respektive 2,25 procent.
- 06-30 Riksbanken fastställer *referensräntan* för perioden 1 juli 2005–31 december 2005 till 1,5 procent.

## ■ Avgivna yttranden

*Riksbankens direktion har sedan den 1 januari 2002 avgivit följande yttranden över betänkanden, utredningar och skrivelser.*

- 2002-02-22 Yttrande över promemoria om tillämpning av EG-förordningen om gränsöverskridande betalningar i euro. Avgivet till Finansdepartementet.
- 06-06 Yttrande över (Ds 2002:5) om Reformerade bank- och finansieringsrörelse regler. Avgivet till Finansdepartementet.
- 07-02 Yttrande över Betänkandet (SOU 2001:96) "En rättvisare värld utan fattigdom". Avgivet till Utrikesdepartementet.
- 09-30 Yttrande över Värdepappersfondsutredningens delbetänkande (SOU 2002:56). Avgivet till Finansdepartementet.
- 10-04 Yttrande över delbetänkandet "Tid – för arbete och ledighet" (SOU 2002:58). Avgivet till Näringsdepartementet.
- 10-08 Yttrande över betänkandet "Stabiliseringspolitik i valutaunionen" (SOU 2002:16). Avgivet till Finansdepartementet.
- 10-25 Remissyttrande av förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Avgivet till Finansdepartementet.
- 2003-02-21 Yttrande över promemorian "Starkare ekonomiska drivkrafter för arbetsgivare att minska sjukfrånvaron" (Ds 2002:63). Avgivet till Finansdepartementet.
- 03-19 Yttrande över Värdepappersfondsutredningens slutbetänkande (SOU 2002:104). Avgivet till Finansdepartementet.
- 04-10 Yttrande över Riksdagens revisorers rapport (2002/03:9) Upphandling vid Sveriges riksbank. Avgivet till Riksdagens revisorer.
- 04-30 Yttrande över Framtida finansiell tillsyn (2003:22). Avgivet till Finansdepartementet.
- 04-30 Yttrande över Riksdagens revisorers rapport (2002/03:11) Riksbankens verksamhet – en studie av produktiviteten i Riksbanken. Avgivet till Riksdagens revisorer.
- 04-30 Yttrande över betänkande (SOU 2002:118) Utveckling och förbättring av den ekonomiska statistiken samt delbetänkandet (2002:73) Förbättrad statistik om hushållens inkomster. Avgivet till Finansdepartementet.

- 05-07 Yttrande över förslag till Europaparlamentets och rådets direktiv om öppenhetskrav för emittenter vars värdepapper upptagits till handel på en reglerad marknad. Avgivet till Finansdepartementet.
- 05-30 Yttrande över betänkandet Våra skatter? (SOU 2002:47). Avgivet till Finansdepartementet.
- 06-30 Yttrande över departementspromemorian (Ds 2003:28) Kandidatländernas anslutning till den Europeiska unionen. Avgivet till Utrikesdepartementet.
- 06-30 Yttrande över transparensutredningens betänkande (SOU 2003:48) Införlivande av transparensdirektivet. Avgivet till Näringsdepartementet.
- 06-30 Yttrande över promemoria om förslag till Lag om Europabolag (Ds 2003:15). Avgivet till Justitiedepartementet.
- 09-04 Yttrande över departementsskrivelse 2003:36 "Europeiska konventet om EU:s framtid: resultat och utgångspunkter inför nästa regeringskonferens". Avgivet till Utrikesdepartementet.
- 09-18 Yttrande över Finansinspektionens rapport Intressekonflikter i livbolagen. Avgivet till Finansdepartementet.
- 11-14 Promemoria om ratificering av ändring i stadgan för Europeiska centralbankssystemet och Europeiska centralbanken. Avgivet till Finansdepartementet.
- 12-22 Yttrande över slutbetänkandet "Förslag till ett moderniserat solvenssystem för försäkringsbolag" (SOU 2003:84). Avgivet till Finansdepartementet.
- 2004-04-15 Yttrande över departementspromemorian Nya principer för utformning av statsbudgeten (Ds 2003:49). Avgivet till Finansdepartementet.
- 06-29 Yttrande över Långtidsutredningens betänkande (SOU 2004:19). Avgivet till Finansdepartementet.
- 09-14 Yttrande över delbetänkandet Samhällets behov av betaltjänster (SOU 2004:52). Avgivet till Näringsdepartementet.
- 09-14 Yttrande över Finansdepartementets promemoria om flytt rätt för pensionssparande (Fi 2004/2598). Avgivet till Finansdepartementet.
- 10-06 Yttrande över betänkandet Näringslivet och förtroendet (SOU 2004:47) samt Svensk kod för bolagsstyrning (SOU 2004:46). Avgivet till Justitiedepartementet

- 2005-01-12 Yttrande över Finansdepartementets promemoria Vissa kupongskattefrågor (Fi2004/6209). Avgivet till Finansdepartementet.
- 01-12 Yttrande över remiss angående behov av sekretess för uppgifter om sändare (basstationer) för mobiltelefoni. Avgivet till Post & Telestyrelsen.
- 01-13 Yttrande över delbetänkandet Genomförande av tjänstepensionsdirektivet (SOU 2004:101). Avgivet till Finansdepartementet.
- 01-13 Yttrande över promemoria om ändrade avgifter för insättningsgarantin (Fi2004/5444). Avgivet till Finansdepartementet.
- 02-03 Yttrande över remiss av Krisberedskapsmyndighetens översyn av förordningen (2002:472) om fredstida krishantering och åtgärder vid höjd beredskap (0409/2004). Avgivet till Krisberedskapsmyndigheten.
- 02-11 Yttrande över remiss av Krisberedskapsmyndighetens planeringsunderlag avseende samhällets krisberedskap 2006 (0522/2004). Avgivet till Krisberedskapsmyndigheten.
- 02-24 Yttrande över Finansdepartementets promemoria om ett förnyat efterlevandeskydd inom premiepensionssystemet (Fi2001/4111). Avgivet till Finansdepartementet.
- 02-25 Yttrande över promemoria om ersättningar till ledande befattningshavare i aktiebolag och försäkringsbolag (promemoria 2005-01-04) (Ju2005/39/L1). Avgivet till Justitiedepartementet.
- 03-10 Yttrande över promemorian Fördraget om upprättande av en konstitution för Europa (Ds 2004:52) del 1–4. Avgivet till Utrikesdepartementet.
- 03-10 Yttrande över promemorian Förenklade redovisningsregler m.m. (Ju2004/10672/L1). Avgivet till Justitiedepartementet.
- 04-06 Yttrande över förslag beträffande föreskrifter om informationssäkerhet för 24-timmarsmyndigheter. Avgivet till Statskontoret.
- 04-11 Yttrande angående remiss av rapporten Strategi för att säkra Internets infrastruktur. Avgivet till Näringsdepartementet.
- 04-14 Yttrande angående remiss av rapporten Svensk krisberedskap i internationell samverkan. Avgivet till Krisberedskapsmyndigheten.

- 05-02 Yttrande över promemoria om förslag till ny lag om särskild tillsyn över finansiella konglomerat och till flera ändringar i befintliga lagar på finansmarknadsområdet (Ds 2005:1). Avgivet till Finansdepartementet.
- 05-13 Yttrande över riksdagsförvaltningens remiss om lag om säkerhetsskydd i riksdagen och dess myndigheter (Dnr 030-3555-04/05). Avgivet till Riksdagsförvaltningen.
- 06-20 Yttrande över betänkandet "Reformerat system för insättningsgarantin", SOU 2005:16. Avgivet till Finansdepartementet.
- 07-15 Yttrande angående remiss av En utvecklad krisberedskap – Krisberedskapsmyndighetens (KBM) underlag inför 2005 års proposition om krisberedskap och KBM:s översyn av förordning (2002:472) om åtgärder för framtida krishantering och förhöjd beredskap. Avgivet till Forsvarsdepartementet.
- 07-19 Yttrande över promemoria Vissa skattefrågor med anledning av ny aktiebolagslag, m.m. (Fi2005/3215). Avgivet till Finansdepartementet.
- 09-12 Yttrande över promemoria angående framskjuten tillämpningstidpunkt för nya värderingsbestämmelser i årsredovisningslagen (Ju2005/5758/L1). Avgivet till Justitiedepartementet.
- 09-12 Yttrande över remissen Prospektansvar – slutbetänkande av Prospektutredningen (SOU 2005:18). Avgivet till Finansdepartementet.
- 09-12 Yttrande angående Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden (SOU 2005:58). Avgivet till Justitiedepartementet.
- 09-27 Yttrande över remiss angående Föreskrifter och allmänna råd om intern riskklassificering (IRK) och föreskrifter om operativ risk (FI Dnr 05-5696-200). Avgivet till Finansinspektionen.
- 10-05 Yttrande över remissen Följdändringar med anledning av departementspromemorian Förenklade redovisningsregler med mera. (Ju2004/10672/L1) (Fi2005/4324). Avgivet till Finansdepartementet.
- 10-05 Yttrande över delbetänkandet "Säker information – förslag till informationssäkerhetspolitik" (SOU 2005:42) (Fö2005/1418). Avgivet till Forsvarsdepartementet.

- 10-10 Yttrande över remissen Förslag till ändringar och anpassningar av redovisningsföreskrifterna med anledning av verkligt värdeoptionen samt Redovisningsrådets normer (FI Dnr 05-191-250). Avgivet till Finansinspektionen.
- 10-17 Yttrande över remiss av Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning (Fi2005/4589). Avgivet till Finansdepartementet.
- 10-28 Yttrande över förslag till ändring av Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd FFFS 2003:10 om kapitaltäckning och stora exponeringar (FI Dnr 05-6089-200). Avgivet till Finansinspektionen.





## ■ Tabeller

- 1 Riksbankens tillgångar och skulder 99
- 2 Penningmängd 100
- 3 Av Riksbanken bestämda räntesatser 101
- 4 Kapitalmarknadsräntor 101
- 5 Dagslåne- och penningmarknadsräntor 102
- 6 Internationella räntor och ränta på statskuldväxlar 103
- 7 TCW-index och kronans kurs mot vissa valutor 104
- 8 Effektiv nominell växelkurs – TCW-index 105

Aktuell statistik från Riksbanken redovisas även på Internet ([www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)). Tidpunkter för publicering av statistik över Riksbankens balansräkning och valutareserv samt finansmarknads- och betalningsbalansstatistik tillkännages på Internationella valutafondens (IMF) webbplats ([dsbb.imf.org](http://dsbb.imf.org)). Publiceringstidpunkter finns även på Riksbankens webbplats.



# 1 Riksbankens tillgångar och skulder

## TILLGÅNGAR. MILJONER KRONOR

		Guld	Utlåning till penning-politiska motparter	Fordringar i utländsk valuta	Övriga tillgångar	Summa
2004	Jan	18 029	15 901	146 891	12 110	192 931
	Feb	18 029	14 887	146 551	11 828	191 295
	Mars	19 130	14 509	151 951	11 897	197 487
	April	19 129	14 975	150 885	12 255	197 244
	Maj	19 129	10 001	149 736	2 866	181 732
	Juni	17 719	10 760	146 234	3 182	177 895
	Juli	17 718	10 635	153 528	2 897	184 778
	Aug	17 718	10 801	150 035	2 800	181 354
	Sept	18 095	10 269	150 885	2 718	181 967
	Okt	18 095	10 405	147 908	2 807	179 215
	Nov	18 095	11 063	150 093	2 706	181 957
	Dec	17 392	17 002	145 256	5 935	185 585
2005	Jan	16 436	11 101	145 391	5 725	178 653
	Feb	15 952	10 210	147 097	5 575	178 834
	Mars	16 558	12 016	148 366	5 503	182 443
	April	16 558	11 042	155 500	5 858	188 958
	Maj	16 558	11 286	152 090	5 966	185 900
	Juni	18 730	4 955	165 709	3 158	192 552
	Juli	18 730	5 346	166 846	3 370	194 292
	Aug	18 730	4 781	167 749	3 107	194 367
	Sept	19 845	4 937	162 401	3 245	190 428
	Okt	19 729	5 194	163 605	3 359	191 887

## SKULDER

		Utelöpande sedlar och mynt	Eget kapital	Skulder till penning-politiska motparter	Skulder i utländsk valuta	Övriga skulder	Summa
2004	Jan	101 954	80 697	64	8 408	1 808	192 931
	Feb	100 615	80 697	61	7 774	2 148	191 295
	Mars	100 295	80 697	98	6 079	10 318	197 487
	April	100 863	80 697	68	4 769	10 847	197 244
	Maj	102 008	65 317	95	3 099	11 213	181 732
	Juni	102 858	65 317	190	4 159	5 371	177 895
	Juli	102 747	65 317	37	10 883	5 794	184 778
	Aug	102 979	65 317	280	6 821	5 957	181 354
	Sept	102 670	65 317	79	8 900	5 001	181 967
	Okt	102 821	65 317	25	5 326	5 726	179 215
	Nov	103 297	65 317	101	6 557	6 685	181 957
	Dec	108 894	65 317	613	7 448	3 313	185 585
2005	Jan	104 438	65 317	36	5 817	3 045	178 653
	Feb	103 557	65 317	94	6 453	3 413	178 834
	Mars	104 269	65 317	640	3 021	9 196	182 443
	April	103 876	65 317	31	10 138	9 596	188 958
	Maj	103 760	65 317	378	6 490	9 955	185 900
	Juni	105 489	55 813	153	5 421	25 676	192 552
	Juli	106 024	55 813	205	6 730	25 520	194 292
	Aug	105 600	55 813	117	6 864	25 973	194 367
	Sept	105 884	55 813	43	5 490	23 198	190 428
	Okt	106 063	55 813	17	6 367	23 627	191 887

## 2 Penningmängd

### STOCKUPPGIFTER ULTIMO FÖR PERIODEN

		Miljoner kronor		Tolv månaders procentuell förändring		
		M0	M3	MO	M3	
2002	Jan	89 737	1 031 807	Jan	6,4	7,4
	Feb	88 950	1 014 905	Feb	5,5	7,1
	Mars	89 998	1 033 020	Mars	5,6	6,5
	April	88 666	1 049 030	April	2,6	7,6
	Maj	88 818	1 025 757	Maj	2,4	4,3
	Juni	89 383	1 053 910	Juni	2,4	4,1
	Juli	88 631	1 037 162	Juli	2,2	6,1
	Aug	89 945	1 051 986	Aug	2,6	6,7
	Sept	89 567	1 061 341	Sept	1,9	5,2
	Okt	89 461	1 051 867	Okt	0,7	2,9
	Nov	90 465	1 068 389	Nov	0,6	2,8
	Dec	95 866	1 086 057	Dec	-0,9	4,5
2003	Jan	90 122	1 085 994	Jan	0,4	5,3
	Feb	90 505	1 072 732	Feb	2,9	5,7
	Mars	91 966	1 092 435	Mars	2,2	5,8
	April	92 334	1 095 256	April	4,1	4,4
	Maj	92 346	1 097 622	Maj	4,0	7,0
	Juni	92 296	1 106 661	Juni	3,3	5,0
	Juli	91 608	1 090 284	Juli	3,4	5,1
	Aug	93 324	1 109 725	Aug	3,8	5,5
	Sept	92 451	1 113 021	Sept	3,2	4,9
	Okt	92 364	1 114 967	Okt	3,2	6,0
	Nov	93 070	1 107 251	Nov	2,9	3,6
	Dec	98 481	1 119 288	Dec	2,7	3,1
2004	Jan	93 087	1 109 798	Jan	3,3	2,2
	Feb	92 465	1 117 521	Feb	1,0	4,2
	Mars	92 399	1 116 429	Mars	0,5	2,2
	April	92 653	1 130 152	April	0,3	3,2
	Maj	93 032	1 132 356	Maj	0,7	3,2
	Juni	94 732	1 115 232	Juni	2,6	0,8
	Juli	92 962	1 115 661	Juli	1,5	2,3
	Aug	94 355	1 126 118	Aug	1,1	1,5
	Sept	93 992	1 147 939	Sept	1,7	3,1
	Okt	93 657	1 149 171	Okt	1,4	3,1
	Nov	95 163	1 161 064	Nov	2,2	4,9
	Dec	98 239	1 171 100	Dec	-0,2	4,6
2005	Jan	95 017	1 159 539	Jan	2,1	4,5
	Feb	94 810	1 165 302	Feb	2,5	4,3
	Mars	95 494	1 156 372	Mars	3,3	3,6
	April	94 646	1 171 578	April	2,2	3,7
	Maj	95 314	1 185 708	Maj	2,5	4,7
	Juni	96 426	1 220 466	Juni	1,8	9,4
	Juli	96 316	1 205 699	Juli	3,6	8,1
	Aug	96 671	1 196 327	Aug	2,5	6,2
	Sept	96 657	1 212 481	Sept	2,8	5,6

### 3 Av Riksbanken bestämda räntesatser

#### PROCENT

	Annonserings- datum	Ikraftträdande- datum	Repo- ränta	Inlånings- ränta	Utlånings- ränta	Period	Referens- ränta <sup>1</sup>
2002	03-19	03-20	4,00	3,25	4,75	2002:2hä	4,50
	04-26	05-02	4,25	3,50	5,00	2003:1hä	4,00
	11-15	11-20	4,00	3,25	4,75	2003:2hä	3,00
	12-05	12-11	3,75	3,00	4,50	2004:1hä	3,00
2003	03-18	03-19	3,50	2,75	4,25	2004:2hä	2,00
	06-05	06-11	3,00	2,25	3,75	2005:1hä	2,00
	07-04	07-09	2,75	2,00	3,50	2005:2hä	1,50
2004	02-06	02-11	2,50	1,75	3,25		
	03-31	04-07	2,00	1,25	2,75		
	06-21	06-22	1,50	0,75	2,25		

<sup>1</sup> Den 1 juli 2002 ersattes diskontot av en referensränta som fastställs av Riksbanken i slutet av varje kalenderhalvår för närmast kommande kalenderhalvår.

### 4 Kapitalmarknadsräntor

#### EFFEKTIVA ÅRSRÄNTOR TILL SÄLJKURS. MÅNADSGENOMSNIITT, PROCENT

		Obligationer emitterade av					
		Statens				Bostadsinstitut	
		3 år	5 år	7 år	9-10 år	2 år	5 år
2004	Jan	3,22	4,00	4,46	4,65	3,39	4,35
	Feb	3,04	3,86	4,42	4,55	3,19	4,19
	Mars	2,72	3,53	4,16	4,31	2,85	3,86
	April	2,77	3,75	4,40	4,55	2,88	4,09
	Maj	2,96	3,97	4,55	4,68	3,09	4,36
	Juni	3,01	4,03	4,60	4,72	3,11	4,40
	Juli	2,86	3,88	4,45	4,57	2,95	4,22
	Aug	2,75	3,85	4,29	4,42	2,83	4,05
	Sept	2,80	3,90	4,26	4,37	2,86	4,02
	Okt	2,68	3,75	4,13	4,25	2,75	3,84
	Nov	2,56	3,60	4,01	4,13	2,62	3,69
	Dec	2,34	3,33	3,76	3,90	2,38	3,38
2005	Jan	2,62	3,16	3,58	3,84	2,79	3,20
	Feb	2,53	3,10	3,51	3,76	2,70	3,12
	Mars	2,55	3,20	3,61	3,86	2,73	3,22
	April	2,43	2,97	3,35	3,58	2,61	3,31
	Maj	2,20	2,72	3,10	3,34	2,35	3,05
	Juni	1,93	2,44	2,85	3,11	2,06	2,76
	Juli	1,88	2,40	2,81	3,06	2,01	2,71
	Aug	2,06	2,57	2,93	3,14	2,20	2,87
	Sept	2,06	2,50	2,82	2,98	2,21	2,76
	Okt	2,40	2,87	3,01	3,17	2,33	2,98

## 5 Dagslåne- och penningmarknadsräntor

### MÅNADSGENOMSNIITT, PROCENT

		Reporänta	Dagslåneränta	Statsskuldväxlar			Företagscertifikat	
				3 mån	6 mån	12 mån	3 mån	6 mån
2002	Jan	3,75	3,85	3,74	3,81		3,94	3,97
	Feb	3,75	3,85	3,87	3,99		4,01	4,14
	Mars	3,84	3,94	4,09	4,29	4,64	4,27	4,43
	April	4,00	4,10	4,25	4,41		4,52	4,69
	Maj	4,25	4,35	4,29	4,48	4,79	4,64	4,79
	Juni	4,25	4,35	4,28	4,42	4,71	4,88	5,00
	Juli	4,25	4,35	4,26	4,37		4,89	4,95
	Aug	4,25	4,35	4,19	4,29	4,43	4,83	4,87
	Sept	4,25	4,35	4,17	4,21	4,29	4,82	4,84
	Okt	4,25	4,35	4,07		4,14	4,67	4,64
	Nov	4,15	4,25	3,91	3,84	3,93	4,20	4,19
	Dec	3,85	3,95	3,66	3,68	3,77	3,97	3,95
2003	Jan	3,75	3,85	3,65			3,90	3,88
	Feb	3,75	3,85	3,61	3,40	3,55	3,85	3,79
	Mars	3,64	3,74	3,40	3,36	3,35	3,64	3,57
	April	3,50	3,60	3,42			3,62	3,59
	Maj	3,50	3,60	3,18	2,96		3,43	3,37
	Juni	3,16	3,26	2,81	2,71	2,61	3,03	2,94
	Juli	2,82	2,92	2,68			2,87	2,82
	Aug	2,75	2,85	2,71	2,81		2,88	2,90
	Sept	2,75	2,85	2,71	2,73	2,91	2,88	2,92
	Okt	2,75	2,85	2,73			2,89	2,93
	Nov	2,75	2,85	2,72	2,75		2,88	2,93
	Dec	2,75	2,85	2,69	2,70	2,83	2,86	2,87
2004	Jan	2,75	2,85	2,60			2,77	2,74
	Feb	2,59	2,69	2,46	2,38	2,47	2,59	2,59
	Mars	2,50	2,60	2,27	2,23	2,28	2,43	2,40
	April	2,10	2,20				2,15	2,18
	Maj	2,00	2,10	1,99	2,07	2,33	2,15	2,23
	Juni	2,00	2,10	1,98	2,07	2,38	2,15	2,24
	Juli	2,00	2,10				2,15	2,24
	Aug	2,00	2,10	2,03	2,13		2,15	2,25
	Sept	2,00	2,10	2,00	2,13		2,15	2,26
	Okt	2,00	2,10				2,16	2,27
	Nov	2,00	2,10	2,03	2,12		2,14	2,25
	Dec	2,00	2,10	2,00	2,05		2,12	2,16
2005	Jan	2,00	2,10				2,10	2,12
	Feb	2,00	2,10	1,97			2,06	2,08
	Mars	2,00	2,10	1,97	1,99	2,08	2,06	2,07
	April	2,00	2,10				2,06	2,08
	Maj	2,00	2,10	1,89	1,83	1,85	2,02	2,01
	Juni	1,85	1,95	1,66	1,64	1,65	1,80	1,78
	Juli	1,50	1,60				1,60	1,60
	Aug	1,50	1,60	1,50	1,57	1,78	1,61	1,65
	Sept	1,50	1,60	1,47	1,55	1,75	1,62	1,67
	Okt	1,50	1,60	1,49			1,68	1,78

## 6 Internationella räntor och ränta på statsskuldväxlar

### ENKEL ÅRSRÄNTA. MÅNADSGENOMSNIITT, PROCENT

		3-månadersplaceringar				6-månadersplaceringar			
		USD	EUR	GBP	SSVX <sup>1</sup>	USD	EUR	GBP	SSVX <sup>1</sup>
2002	Jan	1,74	3,28	3,94	3,74	1,85	3,28	4,04	3,81
	Feb	1,81	3,30	3,94	3,87	1,94	3,33	4,08	3,99
	Mars	1,91	3,34	4,03	4,09	2,15	3,45	4,23	4,29
	April	1,87	3,39	4,06	4,25	2,11	3,47	4,26	4,41
	Maj	1,82	3,40	4,05	4,29	2,01	3,56	4,26	4,48
	Juni	1,79	3,41	4,06	4,28	1,93	3,52	4,27	4,42
	Juli	1,76	3,34	3,94	4,26	1,82	3,40	4,07	4,37
	Aug	1,69	3,28	3,90	4,19	1,69	3,31	3,91	4,29
	Sept	1,73	3,24	3,88	4,17	1,71	3,18	3,89	4,21
	Okt	1,71	3,20	3,88	4,07	1,67	3,08	3,87	
	Nov	1,39	3,07	3,88	3,91	1,40	2,96	3,89	3,84
	Dec	1,33	2,86	3,92	3,66	1,34	2,81	3,92	3,68
2003	Jan	1,27	2,76	3,88	3,65	1,29	2,69	3,87	
	Feb	1,25	2,63	3,65	3,61	1,25	2,51	3,59	3,40
	Mars	1,19	2,47	3,56	3,40	1,17	2,39	3,50	3,36
	April	1,22	2,48	3,54	3,42	1,20	2,41	3,48	
	Maj	1,20	2,35	3,53	3,18	1,16	2,25	3,49	2,96
	Juni	1,03	2,09	3,55	2,81	1,00	2,02	3,48	2,71
	Juli	1,04	2,08	3,38	2,68	1,05	2,04	3,37	
	Aug	1,05	2,09	3,43	2,71	1,11	2,12	3,52	2,81
	Sept	1,06	2,09	3,60	2,71	1,10	2,12	3,70	2,73
	Okt	1,08	2,09	3,72	2,73	1,12	2,12	3,87	
	Nov	1,08	2,10	3,88	2,72	1,17	2,17	4,07	2,75
	Dec	1,08	2,09	3,93	2,69	1,15	2,13	4,08	2,70
2004	Jan	1,04	2,03	3,96	2,60	1,10	2,06	4,11	
	Feb	1,03	2,02	4,08	2,46	1,09	2,03	4,19	2,38
	Mars	1,02	1,97	4,21	2,27	1,07	1,95	4,34	2,23
	April	1,06	1,99	4,30		1,19	2,01	4,45	
	Maj	1,16	2,03	4,44	1,99	1,44	2,08	4,63	2,07
	Juni	1,41	2,06	4,69	1,98	1,72	2,13	4,91	2,07
	Juli	1,54	2,06	4,77		1,80	2,13	4,93	
	Aug	1,66	2,06	4,86	2,03	1,87	2,11	4,98	2,13
	Sept	1,85	2,06	4,84	2,00	2,01	2,14	4,93	2,13
	Okt	2,01	2,10	4,80		2,15	2,13	4,85	
	Nov	2,24	2,12	4,77	2,03	2,42	2,16	4,81	2,12
	Dec	2,44	2,12	4,76	2,00	2,65	2,16	4,78	2,05
2005	Jan	2,60	2,10	4,75		2,85	2,15	4,77	
	Feb	2,76	2,09	4,79	1,97	2,98	2,13	4,84	
	Mars	2,95	2,09	4,87	1,97	3,21	2,14	4,95	1,99
	April	3,07	2,08	4,83		3,31	2,11	4,88	
	Maj	3,19	2,07	4,78	1,89	3,42	2,08	4,78	1,83
	Juni	3,36	2,05	4,72	1,66	3,54	2,05	4,69	1,64
	Juli	3,56	2,08	4,56		3,78	2,09	4,47	
	Aug	3,74	2,09	4,50	1,50	3,96	2,10	4,49	1,57
	Sept	3,84	2,09	4,50	1,47	3,98	2,11	4,47	1,55
	Okt	4,11	2,14	4,49	1,48	4,29	2,21	4,48	

<sup>1</sup> Statsskuldväxlar.



# 7 TCW-index och kronans kurs mot vissa valutor

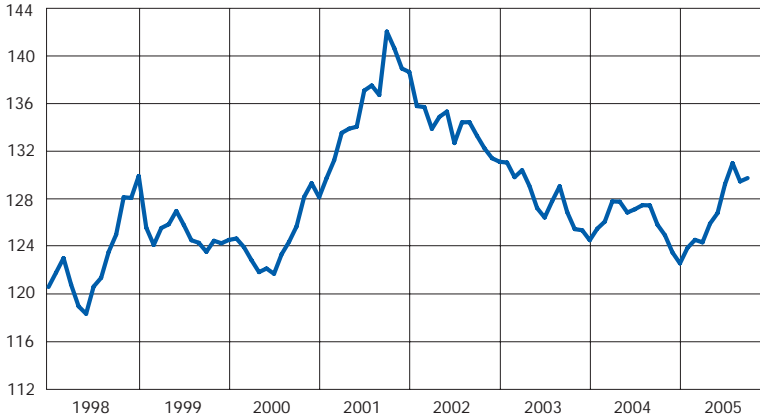
## MÅNADSGENOMSNIITT

		TCW-index	SEK				
			EUR	GBP	USD	JPY	CHF
2002	Jan	135,7390	9,2292	14,9642	10,4398	0,0788	6,2594
	Feb	135,6543	9,1869	15,0223	10,5603	0,0791	6,2179
	Mars	133,8096	9,0600	14,7064	10,3396	0,0789	6,1690
	April	134,8265	9,1331	14,8742	10,3105	0,0788	6,2300
	Maj	135,2764	9,2236	14,6763	10,0519	0,0796	6,3300
	Juni	132,6093	9,1190	14,1612	9,5591	0,0774	6,1959
	Juli	134,3652	9,2705	14,5199	9,3400	0,0791	6,3380
	Aug	134,3777	9,2524	14,5486	9,4641	0,0795	6,3235
	Sept	133,2278	9,1735	14,5449	9,3504	0,0775	6,2617
	Okt	132,1625	9,1053	14,4489	9,2793	0,0749	6,2156
	Nov	131,3311	9,0785	14,2485	9,0655	0,0746	6,1869
	Dec	131,0292	9,0931	14,1771	8,9458	0,0732	6,1861
2003	Jan	130,9609	9,1775	13,9590	8,6386	0,0727	6,2767
	Feb	129,7272	9,1499	13,6813	8,4930	0,0711	6,2358
	Mars	130,3167	9,2221	13,5031	8,5298	0,0720	6,2777
	April	128,9566	9,1585	13,2756	8,4370	0,0704	6,1248
	Maj	127,1076	9,1541	12,8520	7,9229	0,0676	6,0426
	Juni	126,3154	9,1149	12,9638	7,8108	0,0660	5,9211
	Juli	127,6987	9,1945	13,1295	8,0807	0,0681	5,9417
	Aug	128,9600	9,2350	13,2074	8,2825	0,0697	5,9957
	Sept	126,7679	9,0693	13,0143	8,0861	0,0703	5,8616
	Okt	125,3358	9,0099	12,9077	7,6966	0,0703	5,8195
	Nov	125,2370	8,9908	12,9783	7,6831	0,0703	5,7642
	Dec	124,3958	9,0169	12,8514	7,3632	0,0682	5,8001
2004	Jan	125,3707	9,1373	13,1985	7,2493	0,0681	5,8343
	Feb	125,9654	9,1814	13,5574	7,2599	0,0682	5,8367
	Mars	127,6783	9,2305	13,7500	7,5243	0,0694	5,8922
	April	127,6519	9,1711	13,7941	7,6501	0,0711	5,9008
	Maj	126,7383	9,1312	13,5751	7,6061	0,0679	5,9248
	Juni	127,0144	9,1422	13,7711	7,5332	0,0688	6,0193
	Juli	127,3590	9,1954	13,8041	7,4931	0,0685	6,0222
	Aug	127,3415	9,1912	13,7313	7,5444	0,0683	5,9753
	Sept	125,7140	9,0954	13,3500	7,4484	0,0677	5,8943
	Okt	124,8272	9,0610	13,1085	7,2557	0,0666	5,8730
	Nov	123,3656	9,0036	12,8863	6,9390	0,0662	5,9155
	Dec	122,4392	8,9786	12,9405	6,7030	0,0646	5,8495
2005	Jan	123,7464	9,0538	12,9620	6,8996	0,0668	5,8527
	Feb	124,4271	9,0839	13,1666	6,9778	0,0665	5,8614
	Mars	124,2160	9,0860	13,1189	6,8755	0,0654	5,8669
	April	125,8007	9,1650	13,4189	7,0796	0,0660	5,9230
	Maj	126,6878	9,1942	13,4357	7,2482	0,0679	5,9511
	Juni	129,1463	9,2585	13,8466	7,6079	0,0700	6,0170
	Juli	130,9115	9,4284	13,7113	7,8281	0,0699	6,0507
	Aug	129,3670	9,3426	13,6266	7,6002	0,0687	6,0158
	Sept	129,6486	9,3367	13,7798	7,6215	0,0686	6,0279
	Okt	131,0017	9,4231	13,8250	7,8368	0,0683	6,0845

Anmärkning. Bas för TCW-index är den 18 november 1992. TCW (Total Competitiveness Weights) är ett sätt att mäta kronans värde mot en korg av andra valutor. TCW bygger på genomsnittliga aggregerade flöden av bearbetade varor för 21 länder. Vikterna tar hänsyn till såväl export-, import- som " tredje lands" -effekter.

## 8 Effektiv nominell växelkurs – TCW-index

INDEX: 18 NOVEMBER 1992=100



Note: TCW (Total Competitiveness Weights) is a way of measuring the value of the Swedish krona against a basket of other currencies. TCW is based on average aggregate flows of processed goods for 21 countries. The weight includes imports, exports as well as "third country" effects.

## ■ Tidigare utgivna artiklar

Kronemissioner i utlandet	<i>Loulou Wallman</i>	1990:1
Valutamarknaden i april 1989 – en global undersökning	<i>Robert Bergqvist</i>	1990:1
Betalningsbalansen 1989	<i>Gunnar Blomberg</i>	1990:2
Återinvesterade vinstmedel och direktinvesteringstillgångar	<i>Fredrika Röckert</i>	1990:2
Utländsägandet – lagen om utländska företagsförvärv	<i>Per Arne Ström</i>	1990:2
Den internationella valutamarknaden 1989 och 1990	<i>Robert Bergqvist</i>	1990:3
Avvecklingen av valutaregleringen – effekter på lång och kort sikt	<i>Christina Lindenius</i>	1990:3
Kreditmarknaden t.o.m. tredje kvartalet 1990	<i>Marianne Biljer och Per Arne Ström</i>	1990:4
Färre lån och större amorteringar – Riksbankens hushållsenkät första halvåret 1990	<i>Anna Thoursie</i>	1990:4
Nya uppgifter om resevalutautflödet	<i>Fredrika Röckert</i>	1990:4
Bytesbalansen reviderad	<i>Fredrika Röckert</i>	1990:4
Competition and Regulation: Trends in financial systems	<i>David T. Llewellyn</i>	1990:4
Utländska bankfilialers lånemöjligheter i Riksbanken	<i>Loulou Wallman</i>	1991:1
EMU-processen under 1990 – en uppsummering	<i>Gustaf Adlercreutz</i>	1991:1
Den norska kronans koppling till ECU	<i>Christina Lindenius</i>	1991:1
Betalningsbalansen 1990	<i>Fredrika Röckert</i>	1991:2
Det svenska innehavet av utländska portföljaktier	<i>Martin Falk</i>	1991:2
Affärsbankernas resultatutveckling	<i>Bo Dahlheim, Peter Lagerlöf och Per Arne Ström</i>	1991:2
De internationella kapitaltäckningsreglerna – arbetet går vidare	<i>Göran Lind och Åke Törnqvist</i>	1991:2
Värna Valutafondens monetära roll!	<i>Margareta Kyhlberg</i>	1991:2
Finansbolagen – sektor i omvandling	<i>Marianne Biljer</i>	1991:3
Den svenska kronans koppling till ecu	<i>Hans Lindberg och Christina Lindenius</i>	1991:3
Privat ecu – egenskaper och utveckling	<i>Jonny Nilsson</i>	1991:3
Den internationella valutamarknaden 1990 och 1991 – EMS-blocket expanderar	<i>Robert Bergqvist och Leif Johansson</i>	1991:4
EES-avtalet och Riksbanken	<i>Jan Nipstad</i>	1991:4
Hushållsenkäten första halvåret 1991	<i>Siv Stjernborg</i>	1991:4
Riksbanken och primary dealers	<i>Robert Bergqvist och Ann Westman Mårtensson</i>	1992:1
Ekonomisk och monetär union – startskottet i Maastricht	<i>Gustaf Adlercreutz</i>	1992:1
Den europeiska monetära unionen – konvergenskrav och anpassningsbehov	<i>Christian Nilsson</i>	1992:1
Kreditmarknaden 1991	<i>Marianne Biljer</i>	1992:2
Banksektorns resultatutveckling i Sverige och i övriga Norden	<i>Bo Dahlheim, Göran Lind och Anna-Karin Nedersjö</i>	1992:2
Avreglering av certifikat- och obligationsmarknaderna i svenska kronor	<i>Loulou Wallman</i>	1992:2

Utländska förvärv av aktier i svenska företag	<i>Rolf Skog</i>	1992:2
EES-avtalet och de finansiella marknaderna	<i>Jan Nipstad</i>	1992:2
Budgetunderskottet och finanspolitikens inriktning	<i>Krister Andersson</i>	1992:3
Utlandets placeringar i svenska räntebärande värdepapper	<i>Martin Falk och Tomas Niemelä</i>	1992:3
The Performance of Banks in the UK and Scandinavia:		
A Case Study in Competition and Deregulation	<i>David T. Llewellyn</i>	1992:3
Den internationella valutamarknaden 1991 och 1992	<i>Marie Kjellsson</i>	1992:4
Valutamarknaden i april 1992	<i>Robert Bergqvist</i>	1992:4
Räntetrappan	<i>Ann Westman Mårtensson</i>	1992:4
Kommunernas ekonomi	<i>Maude Svensson</i>	1992:4
Östeuropas reformsträvanden	<i>Christina Nordh</i>	1992:4
Penningpolitiska indikatorer	<i>Yngve Lindh</i>	1993:1
Betalningssystemen i brytningstid	<i>Hans Bäckström</i>	1993:1
Annus horribilis för EMU	<i>Gustaf Adlercreutz</i>	1993:1
Betalningsbalansen 1992	<i>Martin Falk och Anders Lindström</i>	1993:2
Kreditmarknaden 1992	<i>Marianne Biljer och Johanna Jonsson</i>	1993:2
Utvecklingen i banksektorn 1992	<i>Bo Dahlheim, Göran Lind och Anna-Karin Nedersjö</i>	1993:2
Strukturell sparandebrist – ett långvarigt problem i svensk ekonomi	<i>Annika Alexius och Gunnar Blomberg</i>	1993:2
Riksbankens hushållsenkät 1992	<i>Eeva Seppälä</i>	1993:2
Fördelar och nackdelar med EMU	<i>Annika Alexius och Yngve Lindh</i>	1993:2
Konvergensprocessen i EG-länderna inför en ekonomisk och monetär union	<i>Maria Landell och Magnus Lindberg</i>	1993:2
Kapitaltäckning för marknadsrisk	<i>Robert Bergqvist och Mats Ericsson</i>	1993:3
Värdepapperisering på den svenska kreditmarknaden	<i>Willem van der Hoeven</i>	1993:3
Statliga indexobligationer	<i>Kerstin Hallsten</i>	1993:3
Skattning av terminsräntor	<i>Lars E.O. Svensson</i>	1993:3
Den internationella valutamarknaden under 1992 och 1993	<i>Kerstin Mitlid och Karolina Björklund</i>	1993:4
Skuldsanering pågår	<i>Daniel Barr och Kurt Gustavsson</i>	1993:4
Kommer Sverige att gå Finlands väg?	<i>Maria Landell</i>	1993:4
Penningpolitiska styrmedel i EMU	<i>Kari Lotsberg och Ann Westman</i>	1993:4
Penningpolitikens effekter på räntebildningen	<i>Annika Alexius</i>	1994:1
Tillgångsprisernas roll i ekonomin	<i>Claes Berg och Mats Galvenius</i>	1994:1
Andra fasen i EMU-processen	<i>Louise Lundberg</i>	1994:1
Betalningsbalansen 1993 under rörlig växelkurs	<i>Anders Lindström och Tomas Lundberg</i>	1994:2
Utlandets innehav av svenska värdepapper	<i>Mattias Croneborg och Johan Östberg</i>	1994:2
Kreditmarknaden	<i>Johanna Jonsson</i>	1994:2
Utvecklingen i banksektorn 1993	<i>Göran Lind och Anna-Karin Nedersjö</i>	1994:2
Riksbanken och systemrisken i derivatmarknaden	<i>Marianne Wolfbrandt</i>	1994:2
Riksbanken reducerar kassakraven för bankerna till noll	<i>Kari Lotsberg</i>	1994:2
Riksbankens nya räntestyrningssystem	<i>Lars Hörngren</i>	1994:2
Hushållsenkäten	<i>Eeva Seppälä</i>	1994:2

Statsskulden, räntorna och utländska placerares beteende <i>Thomas Franzén</i>	1994:3
Monetära index – indikatorer för penningpolitiken <i>Bengt Hansson och Hans Lindberg</i>	1994:3
Sveriges nettoskuld till utlandet <i>Robert Bergqvist och Anders Lindström</i>	1994:3
Riksbanken, RIX och systemrisken <i>Daniel Barr</i>	1994:3
RIX – Riksbankens system för clearing och avveckling <i>Bertil Persson</i>	1994:3
Den internationella valutamarknaden <i>Martin Edlund och Kerstin Mitlid</i>	1994:4
Avkastningskurvan och investerarnas beteende <i>Lars Hörngren och Fredrika Lindsjö</i>	1994:4
Direktinvesteringar – tolkning och innebörd <i>Johan Östberg</i>	1994:4
Prisstabilitet och penningpolitik <i>Urban Bäckström</i>	1995:1
Samordning av den ekonomiska politiken i EU <i>Christina Lindenius</i>	1995:1
Bankernas inlåningsmonopol och konkurrensen om sparandet <i>Daniel Barr och Lars Hörngren</i>	1995:1
Bankernas räntor och Riksbankens ränteanalys <i>Anna-Karin Nedersjö</i>	1995:1
Riksbanken och valutamarknaden <i>Robert Bergqvist och Ann Westman</i>	1995:1
Betalningsbalans 1994 – kapitalflöden och växelkurs <i>Robert Bergqvist och Mattias Croneborg</i>	1995:2
Prisstabilitet och ekonomisk tillväxt <i>Mats Galvenius och Yngve Lindh</i>	1995:2
Produktionsgap och inflation i ett historiskt perspektiv <i>Mikael Apel</i>	1995:2
Kreditmarknaden 1994 – skuldsättningen minskar <i>Felice Marlor</i>	1995:2
Bankerna och bostadsinstituten 1994 <i>Björn Hasselgren och Anna-Karin Nedersjö</i>	1995:2
Riksbankens hushållsenkät 1994 – ökat finansiellt sparande <i>Hans Dillén</i>	1995:2
Penningpolitisk styrning i teori och praktik <i>Lars Hörngren</i>	1995:3
Estimating Forward Interest Rates with the Extended Nelson and Siegel Method <i>Lars E. O. Svensson</i>	1995:3
Hushållens sparande i privatobligationer <i>Lotte Schou och Marianne Wolfbrandt</i>	1995:3
Turismen styr resevalutan <i>Fredrika Röckert</i>	1995:3
Riksbanken och det europeiska monetära samarbetet <i>Urban Bäckström</i>	1995:4
Strategi och instrument i etapp tre av EMU <i>Claes Berg</i>	1995:4
EMU och sysselsättningen <i>Krister Andersson och Anatoli Annenkov</i>	1995:4
EMU:s slutmål – en gemensam valuta <i>Stefan Ingves och Agneta Brandimarti</i>	1995:4
EU, EMU och betalningssystemet <i>Hans Bäckström</i>	1995:4
Hanteringen av bankkrisen – sedd i efterhand <i>Stefan Ingves och Göran Lind</i>	1996:1
Kronans reala jämviktskurs <i>Annika Alexius och Hans Lindberg</i>	1996:1
Snabba kast i internationella kapitalflöden <i>Fredrika Röckert och Karin Stillerud</i>	1996:1
Den svenska derivatmarknaden domineras av ett fåtal aktörer <i>Antti Koivisto och Marianne Wolfbrandt</i>	1996:1
”Herstatt-risken” och det internationella banksystemet <i>Hans Bäckström</i>	1996:1
Penningpolitiska strategier för den europeiska centralbanken <i>Claes Berg</i>	1996:2
Producent- och importpriser samt KPI – starkt samband på disaggregerad nivå <i>Hans Dellmo</i>	1996:2
Riksbankens hushållsenkät 1995: Nyupplåningen minskar <i>Peter Lundkvist</i>	1996:2
Penningpolitik, inflation och arbetslöshet <i>Mikael Apel och Lars Heikensten</i>	1996:3

Potentiell produktion och produktionsgap	<i>Mikael Apel, Jan Hansen och Hans Lindberg</i>	1996:3
Statens förändrade roll på finansmarknaderna	<i>Martin Blåvarg och Stefan Ingves</i>	1996:3
Sveriges utlandsskuld ur olika perspektiv	<i>Robert Bergqvist och Tomas Lundberg</i>	1996:4
Riksbankens räntestyrningssystem	<i>Karolina Holmberg</i>	1996:4
Strukturella perspektiv på de offentliga finanserna	<i>Johan Fall</i>	1996:4
Penningpolitiken och arbetslösheten	<i>Urban Bäckström</i>	1997:1
Macroeconomic indicators of systemic risk	<i>Felice Marlor</i>	1997:1
Strukturomvandlingen och prisbildningen	<i>Tor Borg och Mattias Croneborg</i>	1997:1
Elektroniska pengar – risker, möjligheter, frågetecken	<i>Hans Bäckström och Peter Stenkula</i>	1997:1
Har inflationsprocessen förändrats?	<i>Claes Berg och Peter Lundkvist</i>	1997:2
Förväntningar om EMU och ränteutvecklingen	<i>Hans Dillén och Martin Edlund</i>	1997:2
EMU 1999 – en lägesrapport	<i>Jonas Eriksson och Loulou Wallman</i>	1997:2
Riksbanken hushållsenkät 1996: Nyupplåningen ökar	<i>Peter Lundkvist</i>	1997:2
Den svenska repomarknaden	<i>Christian Ragnartz och Johan Östberg</i>	1997:3/4
Floaten i betalningssystemet	<i>Johanna Lybeck</i>	1997:3/4
Lärdomar av den nederländska modellen	<i>Jonas A. Eriksson och Eva Uddén-Jondal</i>	1997:3/4
Kronans roll utanför EMU	<i>Kerstin Mitlid</i>	1998:1
EMU snart verklighet – hur påverkas den ekonomiska politiken?	<i>Lars Heikensten och Fredrika Lindsjö</i>	1998:1
Fem år med prisstabilitetsmål	<i>Urban Bäckström</i>	1998:1
Samspelet för finansiell stabilitet	<i>Göran Lind</i>	1998:1
Varför är det bra med en självständig Riksbank	<i>Mikael Apel och Staffan Viotti</i>	1998:2
Ska Riksbanken bry sig om aktiepriser?	<i>Ossian Ekdahl, Jonas A. Eriksson och Felice Marlor</i>	1998:2
Valutakurser och valutaoptioner som EMU-indikatorer	<i>Javiera Aguilar och Peter Hördahl</i>	1998:2
Value at Risk	<i>Lina El Jahel, William Perraudin och Peter Sellin</i>	1998:2
Effektivitet i betalningssystemet – ett nätverksperspektiv	<i>Gabriela Guibourg</i>	1998:3
Värdepapperisering – en framtida finansieringsform?	<i>Martin Blåvarg och Per Lilja</i>	1998:3
Sambanden mellan konkurrens och inflation	<i>Marcus Asplund och Richard Friberg</i>	1998:3
The New Lady of Threadneedle Street	<i>Edward George</i>	1998:3
The inflation target five years on	<i>Mervyn King</i>	1998:3
Kan man skapa ett globalt nätverk för betalningar?	<i>Hans Bäckström och Stefan Ingves</i>	1998:4
Varför ska man använda ränteindex?	<i>Christian Ragnartz</i>	1998:4
Internationella valutafondens utveckling och finansiella struktur	<i>Maria Götherström</i>	1998:4
Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering	<i>Lars Heikensten</i>	1999:1
Hedgefonder – orosstiftare?	<i>Per Walter och Pär Krause</i>	1999:1
Optionspriser och marknadens förväntningar	<i>Javiera Aguilar och Peter Hördahl</i>	1999:1

Managing and Preventing Financial Crises	<i>Martin Andersson och Staffan Viotti</i>	1999:1
Den aktuella penningpolitiken	<i>Urban Bäckström</i>	1999:2
Inflationsprognos med osäkerhetsintervall	<i>Mårten Blix och Peter Sellin</i>	1999:2
Marknadsvärderad utlandsställning	<i>Gunnar Blomberg och Johan Östberg</i>	1999:2
Därför har Sverige bytt stabiliseringspolitisk regim	<i>Villy Bergström</i>	1999:2
Mot nya nationella och internationella bankregler	<i>Göran Lind och Johan Molin</i>	1999:3
Valutareservens ränterisk	<i>Christian Ragnartz</i>	1999:3
Inflation Forecast Targeting	<i>Claes Berg</i>	1999:3
Den aktuella penningpolitiken	<i>Urban Bäckström</i>	1999:4
Olika sätt att bedriva inflationspolitik – teori och praktik	<i>Mikael Apel, Marianne Nessén, Ulf Söderström och Anders Vredin</i>	1999:4
Strukturella förändringar i banksektorn – drivkrafter och konsekvenser	<i>Per Lilja</i>	1999:4
Ekonomisk-politisk samordning i EU/EMU	<i>Lars Heikensten och Tomas Ernhagen</i>	2000:1
Finns det en "ny ekonomi" och kommer den till Europa?	<i>Jonas A. Eriksson och Martin Ådahl</i>	2000:1
Makroindikationer på kreditrisker vid företagsutlåning	<i>Lena Lindhe</i>	2000:1
Internationella portföljinvesteringar	<i>Roger Josefsson</i>	2000:1
Den aktuella penningpolitiken	<i>Urban Bäckström</i>	2000:2
Makroekonomiskt beroende av demografin:		
En nyckel till bättre framtidsbedömningar	<i>Thomas Lindh</i>	2000:2
Euron och svensk bostadsfinansiering	<i>Margareta Kettis och Lars Nyberg</i>	2000:2
Conducting Monetary Policy with a Collegial Board:		
The New Swedish Legislation One Year On	<i>Claes Berg och Hans Lindberg</i>	2000:2
Hantering av bankkriser – förslag till nytt regelverk	<i>Staffan Viotti</i>	2000:3
Banklagskommitténs huvud- och slutbetänkande		2000:3
Att besegra inflationen – en introduktion till Sargents analys	<i>Ulf Söderström och Anders Vredin</i>	2000:3
The conquest of American inflation: A summary	<i>Thomas J. Sargent and Ulf Söderström</i>	2000:3
Den aktuella penningpolitiken	<i>Urban Bäckström</i>	2000:4
Kreditvärdering och konjunkturcykeln: kan konkurser prognosticeras?	<i>Tor Jacobson och Jesper Lindé</i>	2000:4
Ansökarländernas val av växelkurssystem inför EMU	<i>Martin Ådahl</i>	2000:4
Lönespridning mellan olika sektorer i Sverige	<i>Sara Tägtström</i>	2000:4
Trends in Swedish Public Finances – Past and Future	<i>Yngve Lindh and Henry Ohlsson</i>	2000:4
Självständiga centralbanker i demokratier?	<i>Villy Bergström</i>	2001:1
Räntestyrning i penningpolitiken – hur går det till?	<i>Kerstin Mittlid och Magnus Vesterlund</i>	2001:1
Förändrad lönebildning i en förändrad omvärld?	<i>Kent Friberg och Eva Uddén Sonnegård</i>	2001:1
Riksbankens yttrande över betänkandet		
Offentlig administration i Sverige av banker i kris (SOU 2000:66)		2001:1
Hur kan centralbanker främja finansiell stabilitet?	<i>Tor Jacobson, Johan Molin och Anders Vredin</i>	2001:2

Regulation and banks' incentives to control risk	<i>Arnoud W.A. Boot</i>	2001:2
Maintaining financial stability: Possible policy options	<i>Philip Lowe</i>	2001:2
Dealing with financial instability: The central bank's tool kit	<i>Arturo Estrella</i>	2001:2
Skattepolitiska utmaningar och prioriteringar	<i>Robert Boije</i>	2001:2
Fastighetsskattens roll i skattesystemet	<i>Peter Englund</i>	2001:2
Riksbankens roll som övervakare av den finansiella infrastrukturen	<i>Martin Andersson, Gabriela Guibourg och Björn Segendorff</i>	2001:3
Internationella valutafondens kvoter – om funktion och inflytande	<i>Anna-Karin Nedersjö</i>	2001:3
How good is the forecasting performance of major institutions?	<i>Mårten Blix, Joachim Wadefjord, Ulrika Wienecke and Martin Ådahl</i>	2001:3
Aktieindexoptioner som framåtblickande indikator	<i>Magnus Lomakka</i>	2001:3
Ett finansiellt mått på inflationsförväntningar	<i>Malin Andersson och Henrik Degrér</i>	2001:3
Om prisstabilitet och finansiell stabilitet	<i>Sonja Daltung</i>	2001:4
Kontant användningen i den svenska ekonomin	<i>Martin Andersson och Gabriela Guibourg</i>	2001:4
Hur kan man förklara löneutvecklingen?	<i>Lars Calmfors och Eva Uddén Sonnégård</i>	2001:4
Hushållen, aktiemarknaden och det finansiella systemet	<i>Urban Bäckström</i>	2002:1
Riksbankens valutainterventioner – beredning, beslut och kommunikation	<i>Lars Heikensten och Anders Borg</i>	2002:1
Realränta och penningpolitik	<i>Magnus Jonsson</i>	2002:1
Guldreservens roll och avkastning på guld	<i>Annette Henriksson</i>	2002:1
Centralbankers behov av eget kapital	<i>Tomas Ernhagen, Magnus Vesterlund och Staffan Viotti</i>	2002:2
Inter-bank exposures and systemic risk	<i>Martin Blåvarg and Patrick Nimander</i>	2002:2
Rixmod – Riksbankens makromodell för penningpolitisk analys	<i>Christian Nilsson</i>	2002:2
Bör skatteavvikelse integreras i budgetprocessen?	<i>Robert Boije</i>	2002:2
Avkastningskurvan och Riksbankens signalering	<i>Malin Andersson, Hans Dillén och Peter Sellin</i>	2002:3
Konsolidering inom den svenska banksektorn: ett centralbanksperspektiv	<i>Lars Frisell och Martin Noréus</i>	2002:3
An evaluation of forecasts for the Swedish economy	<i>Mårten Blix, Kent Friberg and Fredrik Åkerlind</i>	2002:3
The art of targeting inflation	<i>Lars Heikensten and Anders Vredin</i>	2002:4
IRB-ansatsen i Baselkommitténs förslag till nya kapitaltäckningsregler: några simuleringsbaserade illustrationer	<i>Tor Jacobson, Jesper Lindé och Kasper Roszbach</i>	2002:4
Reformerad hantering av internationella finanskriser	<i>Ola Melander</i>	2002:4
Riksbankens yttrande över betänkandet "Stabiliseringspolitik i valutaunionen"	SOU 2002:16	2002:4
Är det bra med globalisering?	<i>Villy Bergström</i>	2003:1
Nationell stabiliseringspolitik vid ett svenskt medlemskap i EMU	<i>Robert Boije och Hovick Shahnazarian</i>	2003:1



Hur påverkas ekonomin av inflationsmålet? <i>Malin Adolfson och Ulf Söderström</i>	2003:1
The use of market indicators in financial stability analyses <i>Mattias Persson and Martin Blåvarg</i>	2003:2
Kortbetalningar i Sverige <i>Lars Nyberg och Gabriela Guibourg</i>	2003:2
Restposten i betalningsbalansen – ett problem? <i>Gunnar Blomberg, Lars Forss och Ingvar Karlsson</i>	2003:2
Särskilda dragningsrätter – ett smörjmedel <i>Anna-Karin Nedersjö</i>	2003:2
Riksbankens yttrande över betänkandet Framtida finansiell tillsyn SOU 2003:22	2003:2
On central bank efficiency <i>Mårten Blix, Sonja Daltung and Lars Heikensten</i>	2003:3
An Inflation Reports Report <i>Eric M. Leeper</i>	2003:3
Finansiella bubblor och penningpolitik <i>Hans Dillén och Peter Sellin</i>	2003:3
IMF – utveckling, kritik och uppgifter framöver <i>David Farelus</i>	2003:3
Krisövning ger krisfärdighet <i>Göran Lind</i>	2003:4
Payment system efficiency and pro-competitive regulation <i>Mats A. Bergman</i>	2003:4
Är "löneglidning" ett problem? <i>Eva Uddén Sonnegård</i>	2003:4
Den offentliga sektorns strukturella sparande <i>Robert Boije</i>	2004:1
The peaks and troughs of the Stability and Growth Pact <i>Jonas Fischer</i>	2004:1
Lessons from the past: What can we learn from the history of centralized wage bargaining? <i>Michelle Alexopoulos and Jon Cohen</i>	2004:1
Kan vi bli bäst igen? Kapitalbildningens roll för den långsiktiga tillväxten <i>Villy Bergström</i>	2004:2
Den finansiella acceleratoren och företagets investeringar <i>Claes Berg, Jan Hansen och Peter Sellin</i>	2004:2
Den svenska bankkrisen – ursprung och konsekvenser <i>Peter Englund</i>	2004:2
Assessment of the Riksbank's Work on Financial Stability Issues <i>Franklin Allen, Lennart Francke and Mark W. Swinburne</i>	2004:3
Effektivitet i kontantförsörjningen <i>Sonja Daltung och Mithra Ericson</i>	2004:3
Inflation och relativa prisförändringar i den svenska ekonomin <i>Bengt Assarsson</i>	2004:3
Ett decennium med inflationsmål <i>Lars Heikensten</i>	2004:4
Hushållens inflationsåsikter – historien om två undersökningar <i>Stefan Palmqvist och Lena Strömberg</i>	2004:4
Prissättningsbeteendet i svenska företag <i>Mikael Apel, Richard Friberg och Kerstin Hallsten</i>	2004:4
Riksbanken och sysselsättningen <i>Villy Bergström, Annika Svensson och Martin Ådahl</i>	2005:1
Penningpolitik med inflationsmål – erfarenheter från 20 länder <i>Claes Berg</i>	2005:1
Den "nya ekonomin" och svensk produktivitet på 2000-talet <i>Björn Andersson och Martin Ådahl</i>	2005:1
On the need to focus more on the asymmetry problem within the EU Fiscal Policy Framework <i>Robert Boije</i>	2005:1
Basel II – nytt regelverk för bankkapital <i>Göran Lind</i>	2005:2
Penningpolitiska förväntningar och terminspremier <i>Jan Alsterlind och Hans Dillén</i>	2005:2
Riksbankens räntestyruing – penningpolitik i praktiken <i>Annika Otz</i>	2005:2
Dag Hammarskjölds insats som ekonom och ämbetsman i Sverige <i>Assar Lindbäck</i>	2005:3

Vägvalets tid. Dag Hammarskjöld och Riksbanken under 1930-talet <i>Hans Landberg</i>	2005:3
Ämbetsman eller politiker? Om Dag Hammarskjölds roll i fyrtiotalets svenska regeringspolitik <i>Örjan Appelqvist</i>	2005:3
Hammarskjöld, Sverige och Bretton Woods <i>Göran Ahlström och Benny Carlsson</i>	2005:3
Nationalekonomen Dag Hammarskjöld <i>Börje Kragh</i>	2005:3





