



ANFÖRANDE

DATUM: 2011-10-14
TALARE: Vice riksbankschef Karolina Ekholm
PLATS: Sydsvenska Industri- och Handelskammaren, Malmö

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel +46 8 787 00 00
Fax +46 8 21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

■ Omvärldsberoendet och penningpolitiken*

Sverige är en liten öppen ekonomi med en omfattande utrikeshandel och en finansmarknad som är väl integrerad med omvärlden. Svensk ekonomi är därmed mycket beroende av den internationella ekonomiska utvecklingen. Vad betyder det för svensk ekonomi att vi tycks stå inför en avmattning i konjunkturen i omvärlden? Återhämtningen i den amerikanska ekonomin går trögt och problemen med svaga statsfinanser i euroområdet har ökat osäkerheten om utvecklingen i Europa. Hur påverkar det svensk penningpolitik? Idag ska jag ge min syn på dessa frågor utifrån de överväganden jag har gjort vid det senaste räntebeslutet i september.

Min syn kan sammanfattas i följande fyra punkter:

- De svaga statsfinanserna i USA och flera länder i Europa medför att många länder väntas lägga fram omfattande sparprogram, vilket kan förväntas dämpa tillväxten framöver. Utöver det dämpas tillväxten på grund av den senaste tidens finansiella oro.
- En lägre tillväxt i Europa och USA medför att tillväxten dämpas även i Sverige eftersom dessa områden utgör så viktiga exportmarknader för svenska företag. Detta är ett skäl till att penningpolitiken i Sverige justerades i expansiv riktning i september.
- Penningpolitiken kan förväntas förbli expansiv i USA, euroområdet och Storbritannien eftersom den kan behöva kompensera för att flera länder behöver genomföra finanspolitiska åtstramningar i ett relativt svagt konjunkturläge.
- Förväntningar om en fortsatt expansiv penningpolitik i USA, euroområdet och Storbritannien har enligt min uppfattning påverkat även den svenska penningpolitiken i samma riktning. Vid räntebeslutet i september ställde jag mig bakom beslutet att hålla reporäntan oförändrad och förordade en större nedrevidering av räntebanan än majoriteten. En viktig faktor bakom detta ställningstagande var min uppfattning att de svenska räntorna inte kan avvika alltför mycket från

* De synpunkter som framförs i detta tal är mina egna och delas inte nödvändigtvis av Riksbankens övriga direktionssledamöter. Jag vill tacka Magnus Wiberg för stor hjälp med att skriva detta tal.

■ utländska räntor utan att växelkursen påverkas och att växelkursen har stor betydelse för inflationen.

Avmattning i omvärldskonjunkturen

Sedan slutet av sommaren har de finansiella marknaderna präglats av oro som har sin grund i statsskuldproblemen i euroområdet och USA. I euroområdet är det framför allt Greklands statsfinansiella situation som stått i medialt fokus, men skuldproblematiken har även drabbat euroländer som Portugal, Irland, Italien och Spanien.

Utvecklingen i euroområdet har lett till att situationen i delar av Europas banksektor har blivit alltmer ansträngd. Till exempel har vissa banker, framför allt de som har en stor exponering mot de statsfinansiellt svaga länderna, drabbats av kassabrist och svårigheter att låna pengar. Det finns en oro att en kollaps för dessa banker kan få spridningseffekter i det internationella banksystemet. Osäkerheten kring situationen i delar av banksystemet har lett till att kreditvärderingsinstitut nedgraderat kreditbetygen för en rad banker.

Redan under första halvåret 2011 var BNP-tillväxten svag i USA. Tillväxten i företagets investeringar och ökningen i sysselsättningen har varit låg – alltför låg för att minska arbetslösheten mer än någon procentenhet. Dessutom har hushållens konsumtion utvecklats svagt. Det hänger samman med att en hög skuldsättning i kombination med fallande tillgångspriser har minskat hushållens nettoförmögenheter, och att de nu försöker återställa dem genom att minska skulderna. Att den amerikanska bostadsmarknaden fortsätter att utvecklas svagt bidrar också till att hålla nere hushållens nettoförmögenheter.

Liksom delar av Europa så dras USA med höga budgetunderskott och en växande statsskuld. I maj i år nådde statsskulden det så kallade skuldtaket som begränsar hur mycket som USA får låna. Detta innebar att statliga bidrag och allt ifrån statsanställdas löner till räntebetalningar på statsskulden riskerade att frysa inne. Eftersom USA är världens största låntagare ledde det till finansiell oro. En överenskommelse försvårades av politiska motsättningar mellan republikaner och demokrater. I slutet av juli nåddes visserligen en överenskommelse om att lyfta skuldtaket och att reducera det federala underskottet, men den starkt politiserade processen fram till en överenskommelse och det faktum att den kom så sent har skapat tvivel kring USA:s förmåga att hantera sin statsskuld.

Den ökade oron kring de ekonomiska problemen i omvärlden dämpar de globala tillväxtutsikterna. Samtidigt innebär den press som länder med svaga statsfinanser i euroområdet utsätts för att flera euroländer kan väntas strama åt sin finanspolitik ännu mer än vad man tidigare antagit. Det gäller inte bara relativt små ekonomier som Grekland, Portugal och Irland, utan även större ekonomier som Spanien, Italien och kanske även Frankrike. Man kan räkna med att åtstramningarna kommer att ha en hämmande effekt på tillväxten under de närmaste åren.¹ I ett läge där tillväxten ändå tycks mattas av är detta naturligtvis olyckligt. Men åtstramningar är ändå nödvändiga för att dämpa oron och öka förtroendet på de finansiella marknaderna.

¹ En omfattande budgetsanering kan enligt teorin om expansiva finansiella kontraktioner ha en positiv effekt på tillväxten. Detta kan uppstå om hushållen förväntar sig permanent lägre offentliga utgifter i framtiden och därmed också lägre framtida beskattning. I en sådan situation skulle en budgetsanering leda till ökad privat konsumtion och produktion. Hur tillämplig denna hypotes är på dagens situation i USA och Europa diskuteras flitigt bland ekonomer. Min bedömning är att det är mer sannolikt att de väntade åtstramningarna har en negativ effekt på tillväxten.

Allt ser dock inte dystert ut i världsekonomin. Tillväxten i Asien och Latinamerika väntas bli fortsatt hög, även om den dämpas av inbromsningen i västvärlden. Exakt hur mycket tillväxtekonomierna i Asien och Latinamerika kommer att påverkas av inbromsningen i västvärlden är svårt att bedöma. Det beror bland annat på i vilken utsträckning de lyckas minska sitt beroende av export för att upprätthålla hög tillväxt. En stor utmaning för många av dessa länder är att gå från en i huvudsak exportledd tillväxt till en som drivs mer av inhemsk konsumtion.

Hur påverkas svensk ekonomi?

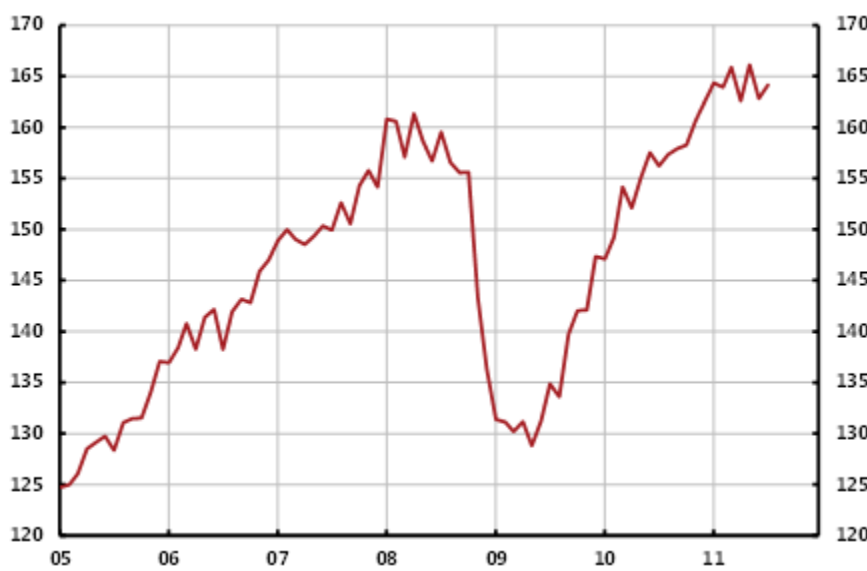
Hur påverkar den här ekonomiska utvecklingen resursutnyttjandet och inflationen i en liten öppen ekonomi som Sverige? Den verkar i huvudsak via två kanaler: genom handelsförbindelser med omvärlden, det vill säga via export och import av varor och tjänster, och genom de globalt integrerade finansmarknaderna. Låt mig börja med att ta upp handelskanalens roll.

Handelsförbindelser

När en avmattning drabbar stora ekonomier, som den amerikanska och den europeiska, så innebär det att hela världshandeln minskar. Diagram 1 visar att världshandeln utvecklats relativt svagt under 2011, vilket påverkar svensk export negativt.

Diagram 1. Världshandelns utveckling

Index, 2000=100



Anm. Indexserien beräknas med utgångspunkt från global export- och importvolym

Källa: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

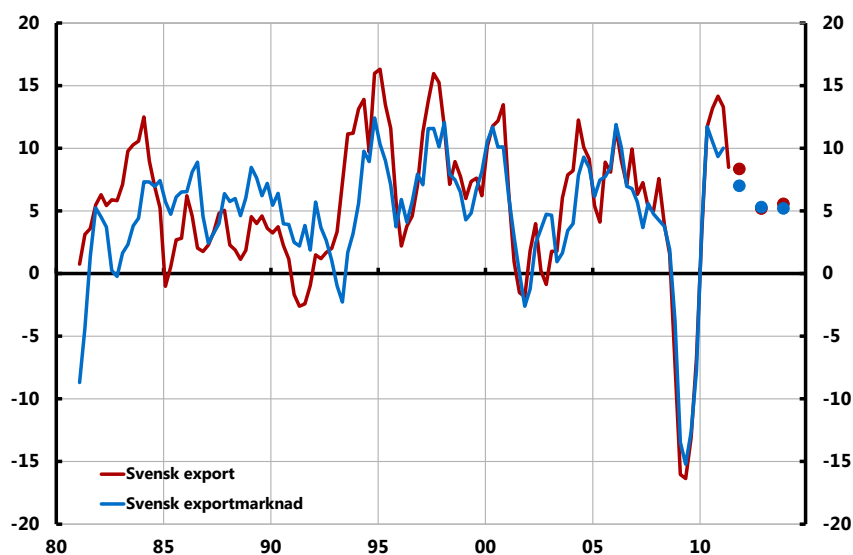
När efterfrågan på stora marknader dämpas får det både direkta och indirekta effekter på svensk export. Låt oss till exempel utgå från handelsförbindelsen mellan Sverige och USA. En avmattning i den amerikanska ekonomin sprider sig till Sverige direkt genom en lägre amerikansk efterfrågan på svensk export.

■ Därtill kommer en indirekt effekt som medför att en avmattning i USA leder till en lägre efterfrågan på varor och tjänster från till exempel Asien. Länderna i Asien importerar i sin tur insatsvaror från bland annat Sverige. Sverige är därmed inte bara utsatt för den direkta effekten, utan också för indirekta så kallade tredjelandseffekter till följd av att den ekonomiska nedgången i USA påverkar Asien och andra delar av världen.

När vi på Riksbanken gör prognoser för svensk export så tar vi hänsyn till såväl direkta som indirekta effekter. Prognosen utgår från tillväxten på den svenska exportmarknaden och tar hänsyn dels till importtillväxten i mottagarländerna, dels till hur mycket Sverige exporterar till respektive land. Prognosen över svensk export och tillväxten på den svenska exportmarknaden visas i diagram 2.

Diagram 2. Svensk export och svensk exportmarknad

Årlig procentuell förändring



Anm. Punkterna avser Riksbankens prognos för helår

Källor: SCB och Riksbanken

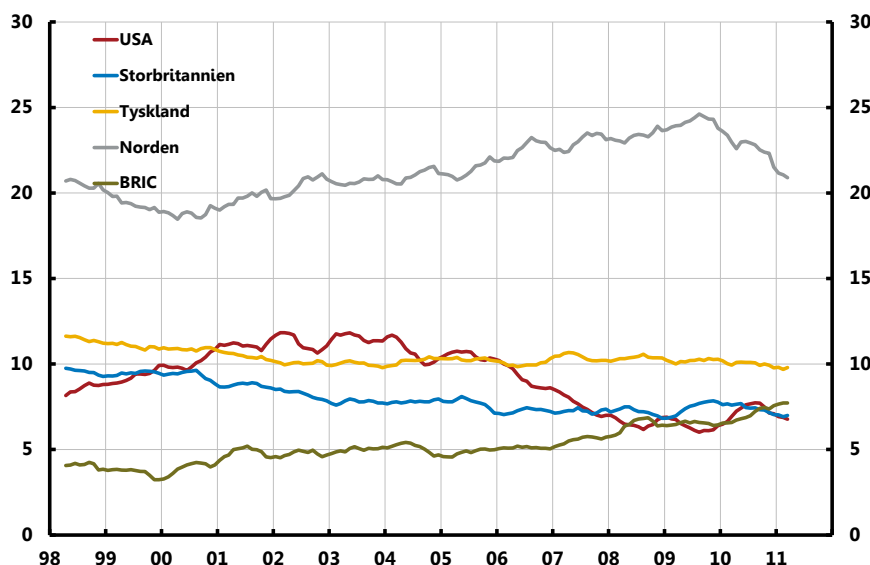
Den svenska exporten växte snabbt under 2010 och i början av detta år, men förväntades redan i den penningpolitiska rapporten i juli gå in i en lugnare fas. Sedan dess har efterfrågan i omvärlden blivit svagare, vilket i kombination med den senaste tidens internationella finansiella oro har bidragit till att vi i september bedömt att exporten skulle växa ännu något långsammare än tidigare beräknat. Detta beror på att svensk export till stor del består av investeringsvaror och i tider av oro väljer företagen såväl i Sverige som utomlands att skjuta sina investeringar på framtiden, vilket drabbar den svenska exporttillväxten.

Svensk exportsammansättning förändras

Prognosen för exportmarknadstillväxten beräknas med utgångspunkt från dagens handelsmönster (se diagram 2). I dagsläget domineras svensk export av handelsutbyte med Tyskland och de skandinaviska grannländerna. Dessa länder står tillsammans för cirka en tredjedel av svensk export (se diagram 3).

Diagram 3. Svensk export fördelat på mottagarländer

Procent, andel av total svensk export



Källa: SCB

Storbritannien och USA är också viktiga exportmarknader för Sverige. De svarar för 7–8 procent vardera av svensk export. Men deras betydelse har minskat över tiden. Statistik från SCB för första halvåret 2011 visar att svensk export till Kina, Indien och Ryssland tillsammans numera är lika stor som exporten till USA. Inkluderar man Brasilien i den gruppen länder överstiger exporten till de så kallade BRIC-länderna den till USA och även den till Storbritannien. Ökningstakten i handelsutbytet med BRIC har varit hög under senare tid. Medan exporten till BRIC har ökat med 150 procent sedan 2002, har exporten till USA fallit med 17 procent under samma period.²

Den här förändringen i den relativa betydelsen för olika exportmarknader på makronivå bekräftas av mikrodata. I Riksbankens företagsintervjuer rapporterar de svenska exportföretagen en minskad försäljning i delar av Europa jämfört med i Kina och Brasilien.³

Ökad inomregional handel i Asien

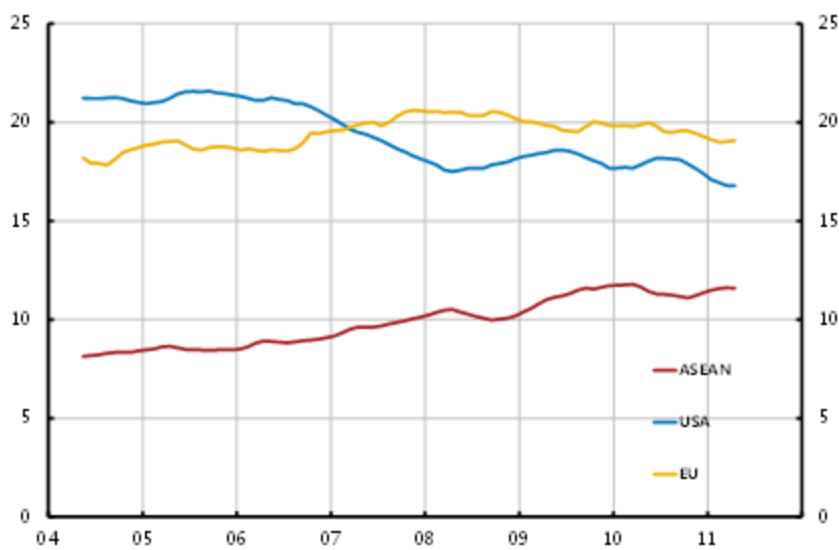
BRIC-ländernas ökade betydelse för svensk export är en naturlig följd av att dessa ekonomier utgör en större del av världsekonomin. För utvecklingen framöver spelar det stor roll i vilken utsträckning avmattningen i USA och Europa sprider sig till tillväxtländerna i Asien och Latinamerika. En faktor som talar för att tillväxten skulle kunna fortsätta vara hög i dessa länder är att Asien ökat sin inomregionala handel och därmed är mindre utsatt för negativa direkta och indirekta handelseffekter från länder utanför Asien. Detta illustreras i diagram 4 och 5 som visar hur exporten från Kina respektive Indien fördelat på handelspartner utvecklats.

² Detta gäller värdet av exporten i nominella termer.

³ Riksbankens företagsintervjuer, september 2011.

Diagram 4. Kinesisk export

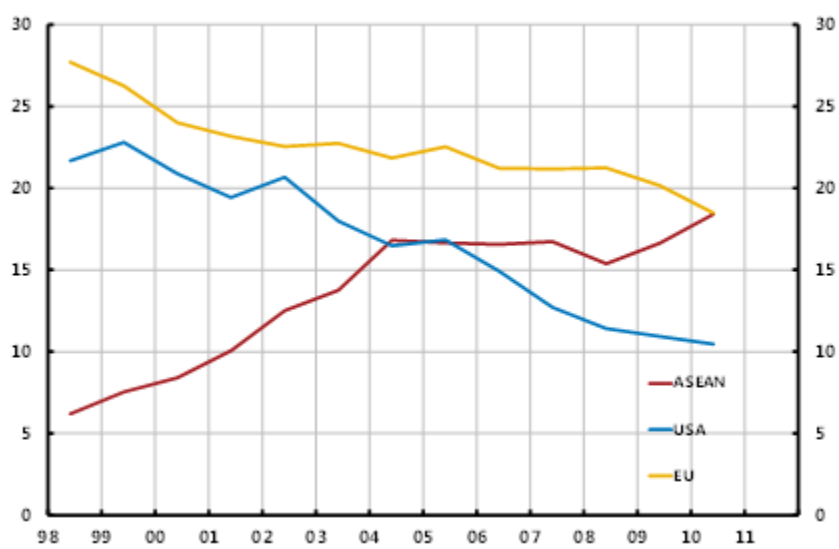
Procent, andel av total kinesisk export, ASEAN inkluderar Indien



Källa: National Bureau of Statistics of China

Diagram 5. Indisk export

Procent, andel av total indisk export, ASEAN inkluderar Kina



Källa: Ministry of Commerce and Industry, India

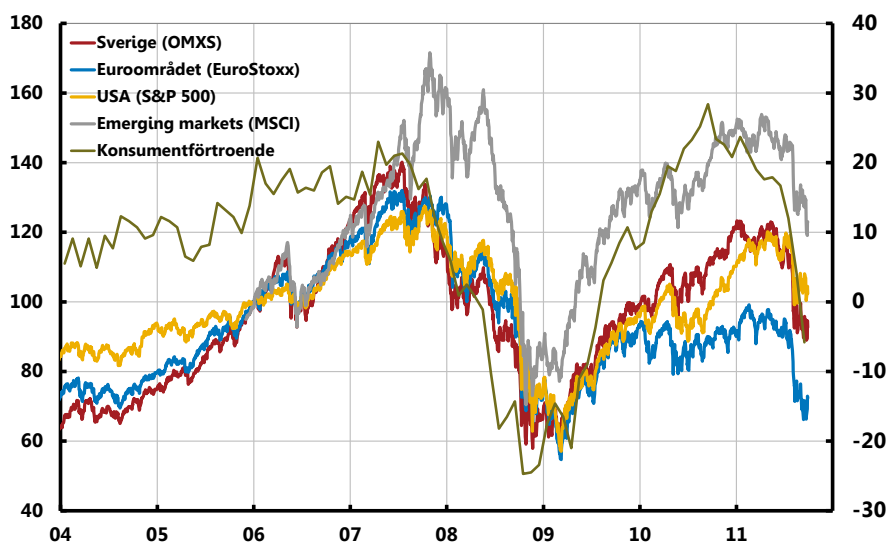
Som framgår av diagrammen går en allt större andel av Kinas och Indiens export till övriga Asien och exporten till USA har minskat i betydelse. Kina och Indien är därför något mindre känsliga än tidigare för den svagare efterfrågan i EU och USA. Samtidigt är det tydligt att EU utgör den viktigaste exportmarknaden för dessa länder, vilket innebär att en svag utveckling i Europa får betydande konsekvenser för tillväxtutsikterna även i Kina och Indien. Så även om ökad handel med BRIC-området kan ge svensk exportindustri viss draghjälp från mer snabbväxande marknader kan man vänta sig negativa tredjelandseffekter från en avmattning i USA och euroområdet.

Finansiella kanaler

Det är dock inte bara via handeln som Sverige påverkas av den svagare omvärldsutvecklingen. Det sker också via de finansiella marknaderna. Dessa marknader har blivit alltmer sammanflätade, vilket inte minst illustreras av den senaste tidens turbulens på aktiemarknaden.

Diagram 6. Börskurser och de svenska konsumenternas förtroende för ekonomin

Börsindex, 2006-01-03=100



Anm. Vänster axel anger börsindex, höger axel anger värden på hushållens konfidensindikator

Källor: Reuters Ecowin och Konjunkturinstitutet

Som framgår av diagram 6 är börskurserna på olika aktiemarknader högt korrelerade. Under den senaste tiden har aktiekurserna fallit på världens börser. Nedgången har dock varit särskilt påtaglig vid Stockholmsbörsen, som sedan årsskiftet fallit med 21 procent, medan Dow Jones och S&P 500 fallit med 1 respektive 4 procent. De svenska hushållens aktieäggande i bolag noterade på svensk marknadsplats har ökat med drygt 475 procent sedan början av 1990-talet.⁴ Det innebär att börsfallet medför minskade förmögenheter, vilket får en viss återhållande effekt på de svenska hushållens konsumtion. Detta får i sin tur betydelse för tillväxten och sysselsättningen, eftersom hushållens konsumtion, justerat för importinnehållet, utgör runt 35 procent av BNP i Sverige. För de svenska företagen innebär alltså fallande aktiekurser i omvärlden och Sverige negativa effekter på både utländsk och inhemsk försäljning. Börsfallet leder dessutom till att det blir svårare att finansiera investeringar med nyemissioner, vilket dämpar kapacitetsutnyttjandet.

Hushållens och företagens framtidsförväntningar

Utvecklingen på aktiemarknaden antas reflektera marknadsaktörernas förväntningar om framtida vinster. Därmed hänger börsens utveckling ihop med det ekonomiska stämningläget och hushållens och företagens förväntningar om den ekonomiska utvecklingen. Forskning tyder på att ett börsfall påverkar

⁴ Det handlar om en ökning från drygt 100 miljarder kronor till drygt 577 miljarder kronor (SCB, 2011).

hushållens förtroende relativt omgående, redan efter 2-4 veckor.⁵ Konjunkturinstitutets indikator över de svenska konsumenternas förtroende för ekonomin tenderar att minska när Stockholmsbörsen faller (se diagram 6). Det kan därför finnas skäl att tro att den senaste tidens nedgångar på världens aktiemarknader har bidragit till att de svenska hushållen blivit mer försiktiga och väntas öka sitt sparande. Den finansiella oron innebär samtidigt att företagen har sänkt sina framtidsförväntningar och börjat skjuta sina investeringar på framtiden. Sammantaget dämpar detta den ekonomiska aktiviteten i Sverige.

Höga statsskulder i omvärlden påverkar Sverige

Skuldsättningen är som sagt hög i euroområdet och USA. Efter många år av budgetunderskott försämrades de i många fall redan svaga offentliga finanserna i samband med finanskrisen 2008-2009. År 2009 uppgick det genomsnittliga budgetunderskottet i euroområdet till 6,4 procent av BNP. Det föll till 6 procent 2010 och förväntas uppgå till 4,4 procent 2011. Den genomsnittliga statsskulden i euroområdet ökade från 79,7 procent av BNP år 2009 till 85,8 procent 2010 och beräknas öka till 88,6 procent under 2011.

Tabell 1. Budgetunderskott och statsskuld i euroområdet

Procent av BNP

	Budgetunderskott	Statsskuld
2009	6,4	79,7
2010	6	85,8
2011	4,4	88,6

Källa: IMF Fiscal Monitor

Budgetunderskottet i USA väntas i år uppgå till 10,8 procent av BNP, medan den amerikanska bruttoskulden för tillfället överstiger 100 procent av BNP. Detta förhållande i kombination med vad som framstod som politisk oförmåga att hantera de statsfinansiella problemen ledde till att kreditvärderingsinstitutet Standard & Poor's i somras nedgraderade den amerikanska statens kreditbetyg för första gången på 70 år.

Huvudskälet till att skuldsättningen har ökat är att BNP-tillväxten föll och arbetslösheten ökade i samband med krisen 2008-2009. Offentliga finanser försvagas automatiskt när BNP utvecklas svagt i utvecklade länder, eftersom skatteinkomsterna då blir lägre och utgifterna för transfereringar högre. Vissa länder, som USA och Irland, genomförde dessutom omfattande och kostsamma statliga stödåtgärder riktade till den finansiella sektorn.

Om länder med stora underskott inte hanterar statskuldsproblemen på ett trovärdigt sätt riskerar de att få problem med att finansiera sig på kapitalmarknaden. De tvingas då kanske till snabbare och mer omfattande besparingar än vad som är ekonomiskt eftersträvansvärt på kort sikt. Samtidigt är saneringen av statsfinanserna nödvändig och kan lägga grunden för en bättre ekonomisk utveckling på längre sikt.

⁵ Se till exempel Jansen och Nahuis, 2003; Kremer och Westerman, 2004; och Beckmann, Belke och Kuhl, 2011.

■ Normalt medför en finanspolitisk åtstramning att den ekonomiska aktiviteten dämpas. Det kan visserligen vara så att en åtstramning snarast stimulerar aktiviteten om den leder till att hushållen blir mer optimistiska om hur deras nettointkomster kommer att utvecklas.⁶ Men detta tycks inte vara normalfallet. Enligt en IMF-studie leder en åtstramning av finanspolitiken (i form av en kombination av minskade offentliga utgifter och högre skatter) med 1 procent av BNP till att BNP faller med 0,5 procent på två års sikt, samtidigt som arbetslösheten ökar med 0,3 procentenheter.⁷ Den svenska budgetsaneringen under 1990-talet skulle kunna vara ett exempel på en stimulerande finanspolitisk åtstramning, eftersom den svenska ekonomin återhämtade sig relativt snabbt efter 90-talskrisen. Men Michael Bergman vid Köpenhamns universitet har visat att den svenska budgetsaneringen 1994-1997 faktiskt hade en negativ effekt på BNP och konsumtion och ökade arbetslösheten.⁸ Mot denna bakgrund är det rimligt att förvänta sig att besparingar i euroområdet och USA leder till en dämpad efterfrågan på för Sverige viktiga exportmarknader och ett lägre resursutnyttjande.

Risk för påverkan på växelkursen

Att länder med svaga statsfinanser tvingas till finanspolitisk åtstramning i vad som verkar bli ett svagt konjunkturläge får konsekvenser för penningpolitiken. Man kan förvänta sig att flera utländska centralbanker kommer att bedriva en expansiv penningpolitik för att motverka den dämpande effekten på efterfrågan av finanspolitiska åtstramningar. Men eftersom styrräntorna i många länder redan ligger nära noll finns det begränsat utrymme för styrräntesänkningar. Istället väntas många centralbanker hålla räntan oförändrad under en tid. Låga styrräntor kan dessutom kombineras med okonventionella åtgärder för att pressa ned de långa räntorna.⁹

Om marknaden förväntar sig att den svenska räntan kommer att ligga betydligt högre än i omvärlden kan det leda till att efterfrågan på tillgångar i kronor ökar, eftersom en högre svensk ränta allt annat lika ökar avkastningen på placeringar i svensk valuta. Detta bidrar normalt till att stärka kronkursen på kort sikt. En starkare krona leder till att importpriserna växer långsammare. För Riksbanken, som bedriver penningpolitiken utifrån ett inflationsmål, skulle det kunna vara positivt om inflationen i utgångsläget var hög. Men eftersom den underliggande inflationen i dagsläget är låg så har jag argumenterat att en kronförstärkning snarast har en negativ effekt. Dessutom har en starkare krona en negativ effekt på nettoexporten eftersom det innebär att svensktillverkade varor och tjänster blir relativt sett dyrare. Därmed har det en negativ effekt på BNP-tillväxten och resursutnyttjandet.

Det finns som jag ser det två skäl till varför den senaste tidens utveckling i omvärlden medfört att vi vid det senaste räntemötet beslutat att hålla reporäntan oförändrad och revidera ned reporäntebanan. Det ena är att en

⁶ Enligt teorin om så kallad ricardiansk ekvivalens, eller teorin om stimulerande finanspolitiska åtstramningar, antas individer förstå att budgetunderskott förr eller senare måste finansieras med högre skatter eller lägre offentliga utgifter. De väntas därför reagera på ett ökat budgetunderskott genom att öka sitt sparande. Följden blir att konsumtionen inte ökar så mycket och att en expansiv finanspolitik får liten eller ingen effekt (se till exempel Barro och Redlick, 2011).

⁷ IMF, World Economic Outlook, oktober 2010.

⁸ Bergman, 2010.

⁹ Centralbankerna kan genomföra så kallad "quantitative easing", vilket innebär att centralbanken köper tillgångar i syfte att sänka långa räntor. De kan också göra en så kallad "twist" som den amerikanska centralbanken nyligen annonserat om, vilket innebär att centralbanken säljer värdepapper med kort löptid och köper värdepapper med lång löptid för att pressa ned de långa räntorna.

svagare tillväxt i omvärlden får en negativ effekt på tillväxten även i Sverige och detta behöver motverkas med en starkare penningpolitisk stimulans. Det andra är att förväntan om att penningpolitiken kommer att förbli expansiv i stora ekonomier som USA och euroområdet, under en längre tid än vad som tidigare antagits, får effekt även på den svenska penningpolitiken. De svenska räntorna kan inte avvika alltför mycket från utländska räntor utan att växelkursen påverkas. Växelkursen har stor betydelse för både inflationen och resursutnyttjandet och påverkar därigenom vad som utgör en väl avvägd penningpolitik.

Vad blir då den sammantagna effekten för Sverige?

Vi har kunnat konstatera i september att efterfrågan på svensk export växer långsammare än tidigare beräknat, vilket beror på att utvecklingen på de för Sverige viktiga exportmarknaderna har blivit svagare. Den svagare utvecklingen beror delvis på att marknadsoron till följd av osäkerheten kring de svaga offentliga finanserna i Europa och USA tvingar fram omfattande sparprogram.

Börsfallen i Sverige och omvärlden har dessutom medfört att hushållens finansiella förmögenhet har minskat. När förmögenheten faller i Sverige och omvärlden innebär det att hushållen drar ner sin konsumtion för att kompensera förmögenhetsbortfallet, vilket också bidrar till att dämpa efterfrågan. Till detta kommer att den finansiella oron under sommaren bidrog till en ökad pessimism bland hushåll och företag. Pessimismen har i sig haft en dämpande effekt på konsumtionen och på investeringarna.

Den nödvändiga saneringen av statsfinanserna i delar av euroområdet och USA innebär dessutom att man kan förvänta sig en fortsatt expansiv penningpolitik i dessa delar av omvärlden. Detta har enligt min uppfattning i sig en effekt på svensk penningpolitik. Jag anser att de svenska räntorna inte kan avvika alltför mycket från utländska räntor utan att växelkursen påverkas, och växelkursen har stor betydelse för vad inflationen i slutändan blir. En centralbank som bedriver penningpolitik utifrån ett inflationsmål blir därför enligt min bedömning beroende av vilken penningpolitik som förs i omvärlden. Det gäller i synnerhet för en liten, öppen ekonomi som den svenska.

Men som alltid i situationer med stor osäkerhet är det idag svårt att göra prognoser om framtiden. Idag har jag redogjort för hur jag resonerade inför det räntebeslut som vi fattade i september. Sedan dess har det gjorts många utspel kring hanteringen av den europeiska statsskuldskrisen. Men hur det påverkar mitt ställningstagande vid vårt nästa penningpolitiska beslut i slutet av denna månad har jag fortfarande att ta ställning till.

Referenser

Barro, R.J. och Redlick, C.J. 2011. "Macroeconomic Effects from Government Purchases and Taxes", *Quarterly Journal of Economics*, 126 (1): 51-102.

Beckmann, J., Belke, A. och Kuhl, M. 2011. "Global Integration of Central and Eastern European Financial Markets – The Role of Economic Sentiments", *Review of International Economics*, 19 (1): 137-157.

Bergman, M. 2010. "Har finanspolitik omvända effekter under omfattande budgetsaneringar? Den svenska budgetsaneringen 1994-1997", Rapport till Finanspolitiska rådet, 2010/2.

■ IMF, World Economic Outlook, oktober 2010.

Jansen, W. och Nahuis, N. 2003. "The Stock Market and Consumer Confidence: European Evidence", *Economic Letters*, 79(1): 89-98.

Kremer, M. och Westerman, T. 2004. "Consumer Confidence and Stock Prices in the Euro Area: Is There a Relationship – and Does it Matter", Paper presented at the 27th CIRET conference.

SCB. Aktieägande i bolag noterade på svensk marknadsplats, 2011.

Riksbankens företagsintervjuer, september 2011.