



Penning- och valutapolitik 1999:2

PENNING- OCH VALUTAPOLITIK

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

ANSVARIG UTGIVARE: URBAN BÄCKSTRÖM

REDAKTION: STAFFAN VIOTTI OCH INFORMATIONSSSEKRETARIATET

Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm.

Telefon 08-787 00 00.

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

Prenumeration på samt lösnummer av tidskriften kan beställas från
Riksbankens informationscentral, 103 37 Stockholm.

Telefon 08-787 01 00. Telefax 08-787 05 26.

Publikationen utkommer även i en engelsk version, Quarterly Review.

Producerad i samarbete med Affärspress i Stockholm AB.



341 123
Trycksak

Innehåll

| | |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| ■ Den aktuella penningpolitiken | 5 |
| Urban Bäckström | |
| <i>Riksbanken ska minst två gånger om året lämna en skriftlig redogörelse till riksdagens finansutskott om penningpolitiken. Riksbankschefen sammanfattar innehållet i den rapport som lämnades den 25 mars.</i> | |
| ■ Inflationsprognos med osäkerhetsintervall | 12 |
| Mårten Blix och Peter Sellin | |
| <i>Sedan december 1997 innehåller Riksbankens inflationsrapport en inflationsprognos med ett osäkerhetsintervall. Att presentera ett sådant intervall är värdefullt av flera anledningar.</i> | |
| ■ Marknadsvärderad utlandsställning | 29 |
| Gunnar Blomberg och Johan Östberg | |
| <i>En ny värderingsmetod för beräkning av den svenska utlandsställningen visar att netto-skuldställningen mot utlandet är betydligt lägre än vad som hittills redovisats.</i> | |
| ■ Därför har Sverige bytt stabiliseringspolitisk regim | 43 |
| Villy Bergström | |
| <i>Varför har det skett en så drastisk förändring i den svenska ekonomin? Vad är det som karakteriserar de nya ekonomiska villkoren, och finns det alternativ till den politik som förs? Det är några av de frågeställningar som författaren diskuterar.</i> | |
| ■ Notiser | 58 |
| ■ Kalendarium | 60 |
| ■ Riksbanken yttrar sig | 62 |
| ■ Tabeller | 65 |
| ■ Tidigare utgivna specialartiklar | 74 |

Den aktuella penningpolitiken

AV URBAN BÄCKSTRÖM

Urban Bäckström är riksbankschef. Detta anförande höll han som inledning vid finansutskottets utfrågning den 25 mars 1999.

Den 1 januari i år fick Riksbanken en också i formell mening självständig ställning. Med den följer, enligt sjätte kapitlet fjärde paragrafen i lagen om Sveriges riksbank (1988:1385), att Riksbanken minst två gånger om året ska lämna en skriftlig redogörelse till riksdagens finansutskott om penningpolitiken. En sådan redogörelse har i dag lämnats till utskottet och jag vill kort sammanfatta innehållet i denna samt vår syn på förutsättningarna för penningpolitiken.

Jag börjar med att kort sammanfatta utvecklingen i svensk ekonomi och på inflationsområdet under de senaste åren. Därefter redovisas hur Riksbanken bedriver penningpolitiken med utgångspunkt från den nya lagstiftningen. Sedan görs en återblick på det gångna året och en utvärdering av konsumentprisernas utveckling under 1998 och den penningpolitik som förts. Till sist tänker jag blicka framåt och redovisa hur Riksbanken ser på de framtida inflationsutsikterna och den aktuella penningpolitiken.

Svensk ekonomi under 1990-talet

Efter den djupa krisen i början av 1990-talet har en gynnsam export- och investeringsutveckling lagt grunden för en stabil återhämtning av den svenska ekonomin. Den privata konsumtionen har också successivt bidragit allt mer till tillväxten. Sedan inflationsmålet annonserades i januari 1993 har den svenska ekonomin växt med nära 3 procent i genomsnitt per år.

Sedan inflationsmålet annonserades i januari 1993 har den svenska ekonomin växt med nära 3 procent i genomsnitt per år.

Inflationsförväntningarna har fallit och trovärdigheten för den samlade ekonomiska politiken har ökat, bland annat till följd av konsolideringen av de offent-

liga finanserna och stabiliseringen i banksektorn. De långsiktiga förväntningarna om den framtida inflationen har kommit ner till den målsatta nivån på 2 procent. Det finns alltså en grundläggande trovärdighet för den nuvarande makroekonomiska regimen, vilket i sin tur är en förutsättning för en varaktigt gynnsam ekonomisk utveckling.

Inflationen har förblivit låg sedan inflationsmålet annonserades. KPI har ökat med 2 procent i genomsnitt per år sedan 1993 och med 1,2 procent sedan målet formellt trädde i kraft 1995. Rensat för räntekostnader och de direkta effekterna av ändrade indirekta skatter (UND1X) har inflationen ökat med 1,8 procent i genomsnitt sedan 1995.

Till stor del beror den låga inflationen på den lediga kapacitet som fanns, och finns, i den svenska ekonomin efter recessionen i början av 1990-talet.

Till detta kommer att trovärdigheten för penningpolitiken ökat och att inflationsförväntningarna därmed blivit lägre, vilket avspeglar sig i pris- och lönebildningen i ekonomin.

Till stor del beror den låga inflationen på den lediga kapacitet som fanns, och finns, i den svenska ekonomin efter recessionen i början av 1990-talet. Den låga inflationen beror dock inte uteslutande på överskottskapacitet. Till bilden hör också förändringar av mer strukturell natur såväl i Sverige som utomlands. Det internationella konkurrenstrycket har ökat påtagligt under 1990-talet. En konsekvens av detta är att det blivit allt svårare för företagen att höja sina priser. Även om detta i strikt mening antagligen i huvudsak är fråga om en-

gångseffekter på inflationen kan den ökade konkurrensen inverka på det globala inflationstrycket under lång tid. Ökad internationell handel, EMU och avregleringar av olika slag talar för en mer långsiktig effekt. Till detta kommer att trovärdigheten för penningpolitiken ökat och att inflationsförväntningarna därmed blivit lägre, vilket avspeglar sig i pris- och lönebildningen i ekonomin.

Närmare definition av inflationsmålet och hur penningpolitiken bedrivs

Den nya riksbankslagen anger att målet för penningpolitiken ska vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbankens direktion har preciserat detta: målet för penningpolitiken är att begränsa förändringen av konsumentprisindex till 2 procent i ett något längre, årligt perspektiv. En avvikelse på ± 1 procentenhet kan tolereras. Därmed präglas penningpolitiken av kontinuitet också efter det att den nya lagstiftningen trätt i kraft.

Penningpolitiken bedöms få störst effekt på inflationen ett till två år framåt i

tiden, varför Riksbanken måste basera sin politik på en prognos om inflationsutvecklingen under denna tidsperiod. I den redogörelse som Riksbanken i dag lämnat till finansutskottet redovisas en sådan prognos som grund för penningpolitiken. Penningpolitiken bedrivs normalt med hjälp av en enkel handlingsregel:

Om Riksbankens inflationsprognos ett till två år framåt i tiden visar att inflationen avviker från det uppsatta målet bör reporäntan förändras.

Ambitionen är att anpassa räntan så att inflationsprognosen ett till två år fram-

åt i tiden överensstämmer med målet. Handlingsregeln är emellertid inte mekanisk. Inflationsprognoser är omgärdade med betydande osäkerhet. I praktiken måste politiken därför även beakta andra möjliga utvägar för ekonomin och inflationen än vad som anges i huvudprognosen.

Det kan också finnas skäl att under vissa specifika omständigheter tillåta sig en mer flexibel tolkning av beslutsregeln. Direktionen har beslutat att det kan finnas två skäl till att avvika från det uppsatta inflationsmålet, vilket i princip innebär en kodifiering av den praxis som gällt för penningpolitiken under senare år:

1. *Ett skäl är om konsumentpriserna ett till två år framåt påverkas av faktorer som inte bedöms få en varaktig inverkan på inflationen. Sådana faktorer kan vara förändringar i hushållens räntekostnader eller av indirekta skatter och subventioner, som under en kort tid påverkar inflationsutvecklingen utan att ge en mer bestående effekt.*
2. *Ett annat skäl till att avvika från beslutsregeln kan vara att en snabb återgång till målet skulle ge upphov till stora realekonomiska kostnader. Det kan därför i vissa fall finnas skäl att frånga tidshorisonten och försöka återföra inflationen till målnivån mer gradvis.*

Om någon av dessa situationer skulle uppstå ska Riksbanken i förväg klargöra hur stora avvikelser från inflationsmålet som kan vara motiverade på ett till två års sikt.

Inflationsutvecklingen under 1998 samt utvärdering av penningpolitiken

Låt mig mot bakgrund av detta gå över till att diskutera hur inflationen utvecklades under förra året för att i det sammanhanget kommentera i vilken grad Riksbanken uppnått sitt inflationsmål. Jag vill betona att utvärderingen sannolikt kommer att utvecklas framöver mot bakgrund av de förtydliganden som den nya direktionen gjort.

Årsgenomsnittet av tolv månaderstalen för KPI uppgick till 0,4 procent för

Årsgenomsnittet av tolv månaderstalen för KPI uppgick till 0,4 procent för 1998.

1998. Inflationen, mätt med KPI, underskred således målet på 2 procent och den undre gränsen för målet.

De stora räntesänkningar som Riksbanken genomfört under senare år och de förändringar av indirekta skatter och subventioner som beslutats av riksdagen har i stor utsträckning påverkat inflationsutfallet under förra året, liksom de gjorde under 1996 och 1997. Rensat för sådana tillfälliga effekter uppgick inflationen, mätt med UNDI_X, till ungefär 1 procent för 1998 i genomsnitt. Detta är effekter av den typ som Riksbanken bör bortse ifrån eftersom vi har små möjligheter att kontinuerligt eliminera de effekter störningar av denna typ har på inflationstakten. Att bemöta en förändring i de tillfälliga faktorerna med en ränteförändring för att sedan på motsvarande sätt justera räntenivån när effekten inte längre påverkar inflationstakten vore att skapa instabilitet i onödan i den reala ekonomin. Ett illustrativt exempel är förändringen av tobaksskatten under förra året som gav en märkbar inverkan på inflationstakten vilken dock inte var varaktig.

En annan viktig förklaring till det låga inflationsutfallet är det lägre internationella pristrycket orsakat av bland annat Asienkrisen och dess spridningseffekter. Enbart sänkta priser på petroleumrelaterade varor och kaffe drog ned den årliga förändringen av KPI med nästan 0,5 procentenheter i december 1998. Här rör det sig i högre grad om direkta prognosmisstag. Riksbanken – tillsammans med flertalet övriga bedömare – förutsåg inte att den internationella krisen skulle bli så omfattande och att råvarupriserna skulle falla i den utsträckning som sedan skedde.

Även om inflationstakten varit låg så kan den svenska ekonomin inte sägas uppleva deflation.

Även om inflationstakten varit låg så kan den svenska ekonomin inte sägas uppleva deflation. Det avspeglas i det faktum att den inhemska underliggande inflationen – det vill säga inflationen rensad för räntekostnader, varor som i huvudsak importeras samt direkta effekter av indirekta skatter och subventioner (UNDIN_{HX}) – var knappt 2 procent under 1998.

Vid mitt förra besök i utskottet underströk jag hur svårt det är att vara tydlig i politiken, eftersom tillfälliga faktorer – till viss del orsakade av Riksbankens eget agerande – leder till att inflationen understiger målet. Det är på grund av detta som direktionen nyligen beslutade om vissa förtydliganden av inflationsmålet och underströk vikten av att Riksbanken i förväg anger de tillfällen då avvikelser från inflationsmålet kan vara befogade. Detta torde underlätta utvärderingen. Som jag påpekade är de grundläggande motiven till att bortse från den här typen av tillfälliga faktorer omsorgen om stabiliteten i den reala ekonomin.

Inflationsutsikterna

LÅGT INTERNATIONELLT PRISTRYCK

Sedan den föregående inflationsrapporten i december har både konsumentpriser och underliggande inflation utvecklats i stort som väntat. I februari 1999 var inflationen, mätt som den årliga förändringen i konsumentprisindex, $-0,2$ procent. Den underliggande inflationen var samtidigt $1,2$ procent, mätt som UNDI_X.

Ett av skälen till den svaga inflationsutvecklingen är de låga internationella priserna. Mycket tyder också på att det låga internationella pristrycket består framöver. Svagare internationell efterfrågan, ökad konkurrens och överkapacitet inom många sektorer lär ge en fortsatt låg inflation i OECD-området under de kommande åren.

Den japanska ekonomin befinner sig fortfarande i en recession, utan några tydliga tecken på återhämtning. Trots flera finanspolitiska stimulanspaket, i kombination med kraftiga åtgärder för att lösa bankkrisen, har hushållens och företagens förtroende ännu inte förbättrats.

**Mycket tyder på att det låga
internationella pristrycket består
framöver.**

Även euroområdet – ett område som är av stor betydelse för svensk export – har visat en mer dämpad utveckling under vintern än vad som förväntades i vår decemberrapport. Fortfarande framstår emellertid en konsumtionsledd konjunkturuppgång som sannolik för euroområdet som helhet, men den kan komma att bli något mer dämpad än vad Riksbanken tidigare räknat med. Den amerikanska ekonomin uppvisar fortsatt styrka. På sikt är dock en avmattning i den ekonomiska aktiviteten i USA trolig.

I Riksbankens huvudscenario bedöms BNP-tillväxten i OECD-området uppgå till strax över $1,5$ procent 1999. Mot bakgrund av bland annat de penningpolitiska lättnader som vidtagits i omvärlden väntas en viss återhämtning under 2000, då tillväxten bedöms uppgå till knappt 2 procent. De internationella konjunkturutsikterna för 2000 har därmed dämpats marginellt sedan Riksbankens bedömning i december.

GRADVIS ÅTERHÄMTNING I DEN SVENSKA EKONOMIN

Den internationella utvecklingen, med svagare tillväxt i vår omedelbara närhet, väntas leda till att den svenska ekonomin i år växer något långsammare än under 1998. Försvagningen i Europa påverkar svensk industri mer än upprevideringen i USA. Tillväxtutsikterna för de kommande åren är ändå fortfarande relativt goda.

Den inhemska efterfrågan bedöms stiga successivt under perioden, bland annat till följd av de låga reala räntorna. Denna bild understöds av olika finansiella indikatorer, som utlåning till hushåll och penningmängdens utveckling. Detta motverkar de något svagare tillväxtutsikterna för exporten och de försämrade utsikterna för industrin främst i år. Till bilden hör också att finanspolitikens återhållande effekt på efterfrågan antas bli mindre än under de gångna årens budgetkonsolidering.

**BNP väntas växa med drygt
2 procent 1999 och med ungefär
2,5 procent 2000.**

Tillsammans med en gradvis återhämtning av den internationella konjunkturen innebär detta att BNP väntas växa med drygt 2 procent 1999 och med ungefär 2,5 procent 2000. De något svagare konjunkturutsikterna innebär att sysselsättningen kan komma att öka något mindre än vad som antogs i den förra inflationsrapporten. Arbetslösheten bedöms minska från 6,5 procent i år till 6,2 procent nästa år.

Prissättningen på de finansiella marknaderna och olika enkäter som gjorts visar att hushåll, företagare och aktörer på marknaden fortfarande förväntar sig en mycket låg inflation det närmaste året. På längre sikt förväntas en inflation i linje med Riksbankens mål.

**Riksbanken bedömer att inflationen,
mätt som KPI, uppgår till
1,1 procent på ett års sikt och till
1,4 procent på två års sikt.**

Trots en relativt god tillväxt kommer det sannolikt att finnas ledig kapacitet i ekonomin under de två kommande åren. Detta talar för ett lågt underliggande inflationstryck under perioden. Riksbanken bedömer att inflationen, mätt som KPI, uppgår till 1,1 procent på ett års sikt och till 1,4 procent på två års sikt.

Den svaga konsumentprisutvecklingen förklaras delvis av tillfälliga faktorer som inte bedöms påverka inflationen varaktigt och därför inte heller påverkar penningpolitikens uppläggning. Tillfälliga faktorer, det vill säga ändrade indirekta skatter och subventioner samt sjunkande räntekostnader för egna hem, bedöms hålla tillbaka ökningen av konsumentprisindex med 0,5 procentenheter på ett års sikt och med 0,2 procentenheter på två års sikt, det vill säga fram till mars 2000 respektive mars 2001. Den underliggande inflationen bedöms därför bli 1,7 procent i mars 2000 och 1,8 procent i mars 2001, mätt med UNDI_X.

Låt mig, mot bakgrund av den beslutade operationella målformuleringen, understryka att Riksbanken alltså bedömer att även 1999 och 2000 kommer att präglas av tillfälliga prisrörelser till följd av de räntesänkningar som gjorts och beroende på beslutade ändringar av indirekta skatter och subventioner. Totalt sett väntas dessa faktorer dra ned KPI-inflationen med 0,9 respektive 0,6 procenten-

heter mätt som årsgenomsnitt för vart och ett av de båda åren. Det finns alltså skäl att räkna med avvikelser från inflationsmålet på grund av dessa faktorer också under 1999 och 2000.

RISKERNA FÖR LÄGRE INFLATION ÖVERVÄGER

Inflationsprognosen är som alltid behäftad med osäkerhet. Det är svårt att förut säga hur den internationella konjunkturen kommer att utvecklas framöver, givet den något splittrade bilden. Situationen är ungefär lika svårbedömd som i slutet av förra året.

Oron på de finansiella marknaderna har visserligen minskat. Den internationella konjunkturutvecklingen är dock en stor osäkerhetsfaktor, som snarast tilltagit något den senaste månaden, med de starka konjunktursiffrorna i USA. Dessa har i sin tur medfört en uppgång i de långa räntorna globalt och även påverkat konjunkturkänsliga aktier.

En svagare internationell utveckling skulle kunna utlösas av en plötslig nedgång i USA. Den amerikanska börsen är högt värderad och hushållens sparande lågt, och investeringarna kan framstå som höga i förhållande till vinstförväntningarna i näringslivet. Om en nedgång i USA sker parallellt med att hemmamarknaden i Europa försvagas och kräftgången i den japanska ekonomin inte bryts kan konsekvenserna bli allvarliga för världsekonomin.

En starkare utveckling skulle å andra sidan kunna inträffa till exempel om den europeiska ekonomin utvecklas starkare än i Riksbankens huvudscenario med starkt konsumentförtroende och draghjälp från USA, samtidigt som återhämtningen i Asien går snabbare än väntat.

Sammantaget bedöms dock risken för en svagare internationell konjunktur vara större. Det är också därför som Riksbanken bedömer att risken för en lägre inflation än i huvudscenariot är större än att inflationen blir högre.

Risken för en lägre inflation än i huvudscenariot är större än att inflationen blir högre.

PENNINGPOLITISKA SLUTSATSER

Slutsatsen av Riksbankens inflationsprognos är att inflationen något kommer att underskrida Riksbankens inflationsmål på ett till två års sikt, även när den korrigeras för tillfälliga effekter av indirekta skatter, subventioner och ränteförändringar. Samtidigt bedöms, som jag nyligen sagt, risken för att inflationen ska bli lägre än i huvudscenariot vara större än att den ska bli högre. Riksbankens direktion beslutade därför vid sitt sammanträde den 24 mars att sänka reporäntan med 0,25 procentenheter, från 3,15 till 2,90 procent, med verkan från den 31 mars.

Inflationsprognos med osäkerhetsintervall

AV MÅRTEN BLIX OCH PETER SELLIN*

Mårten Blix och Peter Sellin är verksamma vid ekonomiska avdelningen.

Sedan december 1997 innehåller Riksbankens inflationsrapport en inflationsprognos med ett osäkerhetsintervall. Detta intervall illustrerar bankens bedömning av om osäkerheten i prognosen är större eller mindre jämfört med tidigare prognoser och om det är troligare att huvudscenariot i prognosen är en underskattning eller en överskattning av den framtida inflationen. Osäkerhetsintervallet tillsammans med en sannolikhetsfördelning för inflationsprognosen härleds från en osäkerhetsbedömning av de faktorer som anses påverka inflationen.

I januari 1993 antog riksbanksfullmäktige ett explicit inflationsmål. Enligt detta ska den årliga förändringen i konsumentprisindex uppgå till 2 procent \pm 1 procentenhet.¹ Penningpolitiken bedöms få full effekt på inflationen först på ett till två års sikt. Detta innebär att Riksbanken bör basera sin penningpolitik på en bedömning av den framtida inflationen. Detta görs genom en inflationsprognos som i princip baseras på all relevant ekonomisk information banken har tillgång till vid utarbetandet av prognosen. Den bygger även på antagandet att reporäntan kommer att vara oförändrad under prognosperioden. Riksbanken presenterar sin syn på inflationsutsikterna i regelbundet återkommande inflationsrapporter, vilka har publicerats sedan 1993 (kvartalsvis sedan 1996).

Sedan december 1997 innehåller inflationsrapporten en explicit inflationsprognos med ett osäkerhetsintervall. Att presentera ett osäkerhetsintervall är värdefullt av flera anledningar. För det första illustrerar intervallet att det råder osäkerhet om prognosen. Osäkerheten gäller dels vilka störningar ekonomin kan tänkas utsättas för under prognosperioden, dels hur de ekonomiska sambanden

* Vi är tacksamma för värdefulla synpunkter från Claes Berg, Hans Lindberg, Hans Lindblad, Pernilla Meyersson, Staffan Viotti och Anders Vredin. En utförlig teknisk beskrivning av en metod för beräkning av osäkerhetsintervall finns i Blix och Sellin (1998).

¹ Se Bäckström (1998) för en utförlig diskussion av inflationsmålet.



ser ut, det vill säga hur faktorer som till exempel efterfrågeläget i ekonomin egentligen påverkar inflationen.² För det andra ger det Riksbanken en möjlighet att tala om hur dess bedömning av osäkerheten ser ut vid en viss

En hög osäkerhet kan utgöra ett skäl för en mer försiktig utformning av politiken, för att därmed undvika alltför stora kast i räntebildningen.

prognoshorisont, exempelvis om sannolikheten för ett inflationsutfall som understiger prognosen i huvudscenariot är större än sannolikheten för ett utfall som överstiger denna prognos.³ För det tredje skapas förutsättningar för en mer systematisk diskussion i banken kring osäkerhetsbedömningar i inflationsprognosen, när osäkerheten konkret illustreras i form av ett osäkerhetsintervall. Diskussionen fokuseras på källorna till osäkerheten och deras kvantitativa betydelse. Slutligen kan också själva osäkerheten i inflationsbedömningen påverka utformningen av penningpolitiken. En hög osäkerhet kan utgöra ett skäl för en mer försiktig utformning av politiken, för att därmed undvika alltför stora kast i räntebildningen.

I arbetet med inflationsrapporterna på Riksbanken görs en första risk- och osäkerhetsbedömning av ekonomiska avdelningen. Den ligger sedan till grund för direktionens osäkerhetsbedömning, som presenteras i rapporterna. En något annorlunda ansats för att ta fram osäkerhetsintervall för inflationsprognosen används av Bank of England.⁴ Där utgår arbetet med osäkerhetsbedömningen från de inflationsrisker som identifieras av dess högsta beslutande organ, den penningpolitiska kommittén (MPC). Denna riskbild får därefter mer detaljerat beskrivas och motiveras av bankens ekonomer. Riksbankens ansats startar däremot nedifrån och går uppåt, eftersom den ursprungliga bedömningen görs av ekonomiska avdelningen. För att implementera en sådan ansats har vi utvecklat en ny metod som på viktiga punkter skiljer sig från vad Bank of England gör. Denna metod samt det sätt den används på beskrivs i denna artikel.

I en traditionell statistisk ansats skulle arbetet med att ta fram osäkerhetsintervallen börja med att man konstruerar en modell avsedd för inflationsprognoser. I en linjär modell med flera variabler skulle de exogena störningarna antas vara normalfördelade. Detta skulle i sin tur innebära att de endogena variablerna (av vilka inflationen utgör en) även de skulle vara normalfördelade. Att härleda osäkerhetsintervall i en sådan modell är ett välkänt och från methodsynpunkt lätthanterat statistiskt problem.⁵

² För en beskrivning av dessa samband se Hörngren (1995).

³ Med inflationsprognosen i huvudscenariot avses den mest sannolika utvecklingen för inflationen under de två närmaste åren.

⁴ Se Britton, Fisher and Whitley (1998) för en utförlig beskrivning.

⁵ I en icke-linjär multivariat modell skulle man bli tvungen att använda sig av simuleringar för att beräkna osäkerhetsintervallen. Detta är en mer tidskrävande men välkänd procedur.

Vi föredrar en ansats som explicit och så rigoröst som möjligt tar hänsyn till subjektiva bedömningar av osäkerheten i prognosen.

Vi använder dock inte den ovan beskrivna ansatsen, av flera anledningar. För det första använder Riksbanken inte någon enskild modell för att göra inflationsprognoser. För det andra tillåter inte standardansatsen att man använder specifik information som är relevant för just den tidsperiod man är intresserad av att göra en prognos över. För det tredje har det visat sig att subjektiva bedömningar är viktiga för att kunna göra en bra prognos. Vi föredrar därför en ansats som explicit och så rigoröst som möjligt tar hänsyn till subjektiva bedömningar av osäkerheten i prognosen.

Artikeln är strukturerad på följande sätt. Inledningsvis beskriver vi kortfattat arbetet med att ta fram inflationsprognosen i huvudscenariot. Därefter redogör vi för hur bedömningar av osäkerhet och risk i de makrovariabler som är viktigast för den framtida inflationen kan kvantifieras. Slutligen diskuteras hur dessa bedömningar kan vägas ihop till en samlad bild för inflationsprognosfördelningen.

Inflationsprognosen

För en utrikeshandelsberoende ekonomi som den svenska är den internationella konjunktur- och inflationsutvecklingen av stor betydelse. Prognoser över utvecklingen i de ekonomier som utgör våra viktigaste handelspartners är därför en naturlig utgångspunkt för det egna prognosarbetet. En ytterligare internationell faktor av intresse är växelkursen. Förändringar i växelkursen är av betydelse i den mån de påverkar svensk export och import. Dessutom kan växelkursen påverka inflationen mer direkt via importpriserna i svenska kronor. En växelkursbana som är konsistent med den ekonomiska utvecklingen i övrigt är därför en viktig ingrediens i inflationsprognosen. I Alexius och Lindberg (1996) används flera olika modeller för att få en uppfattning om var växelkursen bör ligga på längre sikt. Det kan vara svårare att bedöma hur snabb anpassningen till denna jämviktskurs blir.⁶

Största delen av prognosarbetet består av att göra en bedömning av det framtida efterfråge- och utbudsläget i den svenska ekonomin.⁷ Ett inflationstryck kan väntas uppstå om den samlade efterfrågan i ekonomin överstiger den långsiktiga produktionskapaciteten. Ett antal indikatorer kan användas för att bedöma inflationstrycket, till exempel kapacitetsutnyttjandet inom industrin, arbetsmarknadsläget och produktionsgapet. Den sist uppräknade indikatorn mäter skillna-

⁶ Se vidare "Kronkursens långsiktiga utveckling", fördjupning i Inflationsrapport 1998:3, sid. 27–29.

⁷ En utförligare beskrivning av de faktorer som bedöms ha störst betydelse för inflationsutvecklingen diskuteras bland annat i en inledande faktaruta i kapitel 2 i inflationsrapporterna.

den mellan faktisk produktion och det utbud som ekonomin varaktigt förmår producera, den så kallade potentiella produktionen. Den potentiella produktionen kan inte observeras men den kan uppskattas med hjälp av ett antal olika modeller, som i Apel, Hansen och Lindberg (1996) och Apel och Jansson (1999). Inflationförväntningarna i ekonomin är också betydelsefulla vid en bedömning av den framtida inflationen. Om ekonomins beslutsfattare förväntar sig högre inflation kan detta i sig leda till inflationsdrivande pris- och löneökningar. Av denna anledning är enkäter om olika aktörers inflationsförväntningar av intresse i prognosarbetet. Inflationförväntningarna kan även mätas utifrån prissättningen på penningmarknaden, som i Svensson (1993).

Det framgår av denna översiktliga beskrivning att ett stort antal indikatorer och modeller används i arbetet med inflationsprognosen. Till slut måste en samlad bedömning av alla dessa faktorer göras och den mest sannolika inflationsutvecklingen – huvudscenariot – presenteras i bankens inflationsrapport. Det bör framhållas att huvudscenariot ger den mest sannolika inflationsutvecklingen under antagande om oförändrad reporänta. Detta är ett antagande som görs främst av pedagogiska skäl, för att tydliggöra om reporäntan behöver höjas eller sänkas. En konsekvens av antagandet om oförändrad reporänta blir att Riksbankens inflationsprognos inte är direkt jämförbar med andra aktörers inflationsprognoser, eftersom dessa i allmänhet antar någon penningpolitisk reaktion från Riksbankens sida.

Det statistiska mått som bäst motsvarar prognosen i huvudscenariot är typvärdet, eftersom det är det mest sannolika utfallet i fördelningen (eller snarare värdet svarande mot toppen på fördelningen). I en normalfördelning sammanfaller de vanligaste måtten på fördelningens mitt – medelvärde, typvärde och median – men så är ej fallet i de flesta andra fördelningar.⁸ I den fördelning som Riksbanken använder (och som diskuteras nedan) kan måtten sammanfalla men *behöver* inte göra det. En fördel med typvärdet är att det inte tar hänsyn till risken för extrema händelser. Detta är samtidigt en svaghet, eftersom typvärdet inte använder information från hela fördelningen.⁹

Huvudscenariot ger den mest sannolika inflationsutvecklingen under antagandet om oförändrad reporänta. Riksbankens prognoser är därför inte direkt jämförbara med andras prognoser.

⁸ Se appendixet för definitioner av de olika måtten.

⁹ Typvärdet, såväl som medelvärdet och medianen, kan dock vara ett missvisande mått på fördelningens mitt om fördelningen har mer än *n* "topp". Typvärdet väljer då ut endast en av topparna och ignorerar information om andra toppar. Vad gäller medianen och medelvärdet är situationen inte bättre, eftersom de riskerar att välja ut det minst sannolika utfallet. Detta problem uppstår dock inte i den fördelning som Riksbanken arbetar med, eftersom den bara har en topp.

Den viktigaste frågan är egentligen inte vilket mått på fördelningens mitt som väljs utan om prognosfördelningen ter sig rimlig.

vilket mått på fördelningens mitt som väljs utan om prognosfördelningen ter sig rimlig. Givet att fördelningen är rimlig så innehåller den mer information än de ovan nämnda lägesmåten. En del av denna information kan fångas genom att använda ytterligare mått, till exempel varians, skevhet och kurtosis.¹⁰ Om fördelningen exempelvis har ovanligt stor varians – vilket kan tolkas som att osäkerheten är större än vanligt – så är detta användbar information för penningpolitikens utformning. I inflationsrapporten från september 1998 angavs den osedvanligt svårbedömda situationen i sig vara ett argument för att inte ändra reporäntan.

Osäkerhetsbedömning och asymmetrisk riskbedömning

Osäkerheten i en faktor kan variera över tiden. Ju viktigare den är för inflationen desto mer bör den påverka inflationsprognosfördelningen.

Den inflationsprognos Riksbanken gör i huvudscenariot är den inflationsbana som anses vara den mest sannolika för de två närmaste åren. Den bygger på en bedömning av den mest sannolika utvecklingen för ett antal faktorer som kan tänkas påverka inflationen, till exempel ekonomins samlade efterfrågan och produktion, importpriser och löner. Men det råder naturligtvis osäkerhet om hur dessa för inflationsutvecklingen viktiga faktorer kommer att utvecklas. Vid en viss tidpunkt kan denna vara större eller mindre, jämfört med den osäkerhet som i ett historiskt perspektiv varit utmärkande för den aktuella faktorn. Detta bör återspeglas i inflationsprognosfördelningen. Ju viktigare en viss faktor är för inflationen, desto större vikt bör den tillmätas vid bedömningen av den totala osäkerheten i inflationsprognosen.

Förutom att prognosen är mer eller mindre osäker än vanligt kan det ibland finnas anledning att förmoda att det är större risk för att prognosen i huvudscenariot underskattar den framtida utvecklingen än för att den överskattar den. Det

¹⁰ Skevhet mäter (grovt uttryckt) om fördelningen är symmetrisk eller inte. Normalfördelningen är ett exempel på en symmetrisk fördelning som därmed inte har någon skevhet. Kurtosis mäter (grovt uttryckt) hur stor risken är för extrema händelser (det vill säga hur tjocka fördelningens svansar är). Kurtosis diskuteras oftast när fördelningen jämförs med en normalfördelning. Det vanligt förekommande uttrycket ”excess kurtosis” innebär att fördelningens svansar är tjockare än i en normalfördelning.

föreligger då en så kallad uppåtrisk i prognosen. En nedåtrisk i prognosen skulle på motsvarande sätt föreligga om man bedömer att det är mer sannolikt att huvudscenariot över-skattar den framtida utvecklingen. Man kan alltså tänka sig att osäkerheten är asymmetrisk runt huvudscenariot. En sådan asymmetri i prognosfördelningen för en faktor som påverkar inflationen bör avspeglas i form av en asymmetri i inflationsprognosfördelningen. Precis som i fallet med osäkerheten vi diskuterade ovan bör den asymmetriska risken tillmätas större vikt (för asymmetrin i fördelningen för inflationsprognosen), ju viktigare den aktuella faktorn är för inflationen. Som mått på asymmetrin – eller skevheten – i prognosfördelningen använder vi skillnaden mellan typvärdet och medelvärdet.¹¹

En faktor kan ha asymmetriska risker. Ju viktigare faktorn är för inflationen, desto mer bör asymmetrin påverka inflationsprognosfördelningen.

Rent praktiskt går arbetet med bedömningarna av osäkerhet och asymmetrisk risk till på följande vis: bankens ekonomer gör prognoser, på ett och två års sikt, för de faktorer de är experter på att bedöma. Därefter anger de, för varje prognoshorisont, om bedömningarna är mer eller mindre osäkra än normalt. I Tabell 1 har ekonom Y.Y. angett att han uppfattar osäkerheten i faktor 1 för 1999 som 90 procent av vad som historiskt uppfattats som normalt. Man skulle till exempel kunna tänka sig att faktor 1 har med lönebildningen att göra och att några viktiga avtal nyligen ingåtts på arbetsmarknaden. Detta gör att osäkerheten bedöms vara mindre än normalt. Om vi i stället till exempel närmar oss en vändpunkt i konjunkturen skulle detta kunna medföra en större osäkerhet, eftersom vändpunkter är notoriskt svåra att prognostisera. Ett ytterligare exempel som kan leda till större osäkerhet är om ett politiskt val kommer att inträffa under prognosperioden. För 2000 har Y.Y. angett 1,00, vilket innebär att osäkerheten varken är större eller mindre än normalt. Ekonomerna anger även om de anser uppåtrisken i prognosen vara större eller mindre än 50 procent. En bedömare som angett uppåtrisken till till exempel 55 procent anser alltså att det finns en viss uppåtrisk i prognosen, medan en som angett uppåtrisken till 50 procent anser att det är lika stor risk för att prognosen visar sig vara en överskattning som att den visar sig vara en underskattning. Rapporterar en ekonom uppåtrisken till mindre än 50 procent, som Z.Z. i Tabell 1 för 1999, menar hon i konsekvens härmed att det föreligger en nedåtrisk.

¹¹ Detta mått är proportionellt mot det tredje centralmomentet, som vanligen används för att konstruera ett mått på skevheten i en sannolikhetsfördelning. Se appendixet för en utförligare beskrivning.

Tabell 1. Osäkerhetsbedömning och asymmetrisk riskbedömning

| | Osäkerhet | | Asymmetrisk risk | | Ekonom |
|----------|-----------|------|------------------|------|--------|
| | 1999 | 2000 | 1999 | 2000 | |
| Faktor 1 | 0,90 | 1,00 | 50 | 55 | Y.Y |
| Faktor 2 | 1,00 | 1,10 | 45 | 50 | Z.Z. |

Alla som deltar i prognosarbetet träffas för att gemensamt diskutera och jämkä samman sina bedömningar till en konsistent bild.

Vad är det som gör att osäkerhets- och riskbedömningarna blir konsistenta med varandra? En subjektiv bedömning i form av en procentsiffra måste åtföljas av en motivering i ekonomiska termer. Detta görs för att skapa ett underlag för konsistensdiskussioner om den samlade osäkerhetsbilden. Alla som deltar i prognosarbetet träffas för att gemensamt diskutera och jämkä samman sina bedömningar till en konsistent bild. Ansatsen med bedömning av osäkerhet och asymmetrisk risk gör att dessa möten blir ett givande forum för en fokuserad diskussion bland dem som är involverade i arbetet med inflationsprognosen. Under en sådan diskussion skulle man kunna tänka sig att de ursprungliga bedömningarna av till exempel asymmetrisk risk för faktorerna 1 och 2 i Tabell 1 får jämkas ihop, därför att de asymmetriska riskerna för dessa två faktorer rimligen bör vara likartade. Detta skulle till exempel kunna föranleda Y.Y. att revidera sina siffror till 47 för 1999 och 53 för 2000. I ett senare skede kommer även bankens ledning in i diskussionen om inflationsprognosen och osäkerhetsbedömningen kring denna. En diskussion om olika bedömningar av osäkerheten kan då föras i mycket konkreta termer kring de faktorer som påverkar inflationen, och Riksbankens slutliga bedömning växer så småningom fram.

För varje faktor som är av betydelse för inflationen har vi nu alltså en prognos i huvudscenariot, en bedömning av om osäkerheten är större eller mindre än vad som varit utmärkande för denna faktor i ett historiskt perspektiv samt en bedömning av om det är större risk att prognosen i huvudscenariot överskattar än att den underskattar den framtida utvecklingen. På något sätt måste vi sammanfatta och väga ihop all denna information till en bedömning av osäkerhet och asymmetrisk risk i inflationsprognosen. Detta beskrivs i nästa avsnitt som är av mer metodmässig och teknisk karaktär och redogör för hur en speciell sannolikhetsfördelning för inflationsprognosen kan konstrueras så att den avspeglar de subjektiva bedömningar som gjorts rörande osäkerhet och asymmetrisk risk i för inflationen viktiga variabler.

Inflationsprognosens sannolikhetsfördelning

En sammanfattande beskrivning av prognosen för en viss faktor, samt osäkerheten och den asymmetriska risken i prognosen, kan ges av en sannolikhetsfördelning som tillåter

**Den prognosfördelning för
inflationen som Riksbanken
använder tillåter skevhet.**

skevhet. Ett exempel på en sådan fördelning är den binormala eller tudelade normalfördelningen, från det engelska "two-piece normal distribution".¹² Namnet kommer sig av att fördelningen till vänster om typvärdet är proportionell mot en normalfördelning med en viss standardavvikelse, medan fördelningen till höger om typvärdet är proportionell mot en normalfördelning med en annan standardavvikelse. Om de båda standardavvikelserna skulle vara lika sammanfaller den binormala fördelningen med en vanlig normalfördelning. Den binormala fördelningen kan beskrivas helt och hållet med hjälp av tre parametrar, typvärdet och de två standardavvikelser som nämnts ovan. Detta kan jämföras med den vanliga normalfördelningen som kan beskrivas helt med två parametrar, medelvärde (som sammanfaller med typvärdet och medianen) och standardavvikelsen.¹³

Vi använder de subjektiva bedömningarna av osäkerhet och asymmetrisk risk för att öka eller minska "standardavvikelse-parametrarna" i den binormala fördelningen. Ett exempel där vi har 10 procent större osäkerhet än vanligt och 55 procent uppåtrisk ger approximativt¹⁴ en binormal fördelning vars högra del är proportionell mot en normalfördelning med standardavvikelsen $1.10(55/45)S$, medan dess vänstra del är proportionell mot en normalfördelning med standardavvikelsen $1.10(45/55)S$, där S är standardavvikelsen estimerad på historiska data. Den historiska standardavvikelsen beräknas utifrån de historiska felen i bankens inflationsprognoser, justerat för antagandet om konstant reporänta.¹⁵ Figur 1 visar den binormala fördelningen tillsammans med en normalfördelning med samma typvärde och med standardavvikelsen $S=1$. Den binormala fördelningen är skev uppåt, eftersom medelvärdet är högre än typvärdet, vilket innebär att sannolikheten för utfall som överstiger prognosen är större än sannolikheten för utfall som understiger prognosen. Standardavvikelsen för den binormala fördelningen är en funktion av de två "standardavvikelse-parametrarna" och är större än den

¹² Se appendixet för en kortfattad beskrivning av den binormala fördelningen och John (1982) för en utförligare beskrivning. Denna fördelning ska inte förväxlas med en bivariat normalfördelning, vilken är en normalfördelning för två variabler som båda var för sig är normalfördelade.

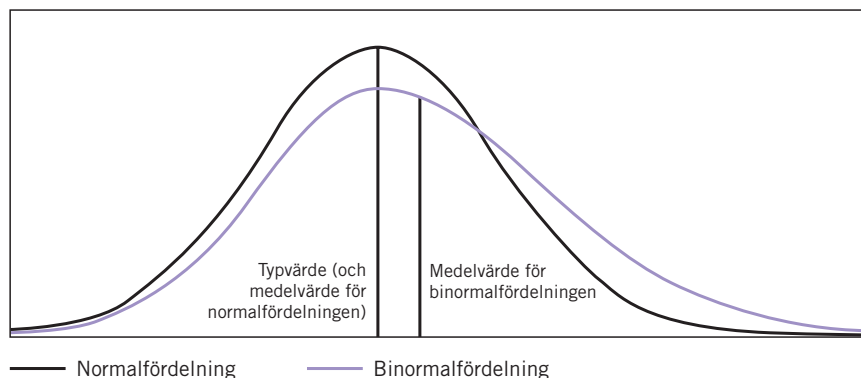
¹³ Se appendixet för en beskrivning av de aktuella sannolikhetsfördelningarna.

¹⁴ Se Blix och Sellin (1998) för de exakta formlerna.

¹⁵ Eftersom inflationsprognosen görs under antagande om konstant reporänta så tas inte hänsyn till att Riksbankens ränteförändringar påverkar efterfrågan i ekonomin och därmed inflationen.

tidigare standardavvikelsen S , vilket reflekterar både den 10 procent större osäkerheten och den asymmetriska risken.

Figur 1. Normalfördelning och binormalfördelning



**Inflationsprognosfördelningen
bör vara skev om någon av faktorerna
är skev.**

Det finns inget enkelt sätt att väga ihop fördelningarna för de olika faktorprognoserna till en fördelning för inflationsprognosen.

Om vi till exempel antog ett linjärt samband mellan makrovariablerna och inflationen skulle vi i princip kunna härleda prognosfördelningen för inflationen. Dessvärre är denna ansats inte direkt genomförbar, eftersom resultatet om man väger ihop flera binormala variabler – i motsats till om variablerna är normalfördelade – inte blir någon känd fördelning. Dock är det en rimlig utgångspunkt att en sådan hopvägning bör resultera i en skev fördelning, om fördelningen för någon av faktorerna är skev.¹⁶ Vi använder således en binormal fördelning som en approximation för den okända fördelningsfunktionen för inflationsprognosen.

En återstående nyckelfråga är dock hur bedömningarna ska vägas ihop till en samlad bild för inflationsprognosfördelningen. Vi väljer att *anta* att skevheten i fördelningen är summan av skevheterna i makrovariablerna, viktat för dess betydelse för den framtida inflationen. Om till exempel faktor 1 har skevheten $-0,1$ procentenhet blir dess nettobidrag till inflations skevheten $-0,1$ procentenhet gånger faktorns vikt, och så vidare för alla andra faktorer. Hur dessa beräkningar är uppbyggda redogör vi för i detalj i Blix och Sellin (1998). Märk väl att det med denna metod inte behövs några bedömningar av osäkerheten respektive den

¹⁶ Man skulle naturligtvis kunna tänka sig en situation där olika skevheter tar ut varandra när de vägs ihop.

asymmetriska risken i inflationsprognosfördelningen utan att dessa *härleds* från motsvarande bedömningar för de olika faktorer som antas påverka inflationen. Vi har alltså utvecklat en metod som kopplar osäkerhets- och riskbedömningar i makrovariablerna till sannolikhetsfördelningen för inflationsprognosen.

Vi har utvecklat en metod som kopplar osäkerhets- och riskbedömningar i makrovariablerna till sannolikhetsfördelningen för inflationsprognosen.

Även om de antaganden vi har gjort ovan utmynnar i en statistisk approximation är det viktigt att betona att de huvudsakligen motiveras utifrån makroteori. Detta är kanske enklast att illustrera med några exempel som visar att antagandet är *kvalitativt* rimligt. Om vi först utgår från normfallet, där ingen av makrovariablerna har någon skevhet, innebär vårt antagande att fördelningen för inflationsprognosen inte heller kommer att ha någon skevhet. Vi anser att detta är en rimlig egenskap som utgångspunkt för sambandet mellan makrovariablerna och inflationen. Om det däremot finns till exempel en nedåtrisk (negativ skevhet) i konsumtionsbedömningen innebär antagandet att inflationsfördelningen också kommer att ha en nedåtrisk, eftersom vikten för konsumtion bör vara positiv. Vad händer om vi antar att det finns en uppåtrisk i en annan variabel, till exempel i löneutvecklingen? Huruvida summan av skevheten i konsumtionen och skevheten i löner bidrar till en positiv eller negativ skevhet i inflationsfördelningen beror på två saker: dels på hur stora skevheterna är, dels på deras relativa betydelse (vikt) för inflationsutvecklingen. Detta exempel kan också användas för att undersöka om inflationsskevheter är *kvantitativt* rimliga.

Varifrån kommer vikterna? Det som är notabelt i vår metod är att vikterna återspeglar makrovariablernas betydelse för inflationsutvecklingen. De vikter som används på Riksbanken är härledda från en makroekonometrisk modell som beräknar effekten på inflationen ett och två år framåt från förändringar i respektive makrovariabel.

Det som är notabelt i vår metod är att vikterna återspeglar makrovariablernas betydelse för inflationsutvecklingen.

Beräkningarna resulterar därmed i en fördelning för inflationsprognosen som avspeglar den subjektiva osäkerheten, samt uppåt- och nedåtrisken i prognoserna för de olika faktorer som är av betydelse för inflationen. Om fördelningen skulle vara mycket skev (uppåt- eller nedåtrisken är stor) kan detta ge skäl till att revidera den ursprungliga prognosen i huvudscenariot. Det är i sista hand en bedömningsfråga huruvida en extrem händelse, till exempel ett stort efterfrågebortfall på grund av en eventuell, stark fördjupning av Asienkrisen, ska påverka huvudscenariot eller ej.

Beräkning av osäkerhetsintervall

Utgångspunkt för beräkning av osäkerhetsintervallen för inflationsprognosen är de två beräknade sannolikhetsfördelningarna för inflationsprognosen på ett och två års sikt. Vi använder den prognos som gjordes till Inflationsrapport 1998:4 som exempel, eftersom den väl illustrerar den skevhet som fördelningen vi använder oss av medger. Figur 2 visar sannolikhetsfördelningen för inflationsprognosen på ett och två års horisont, december 1999 respektive december 2000. Den streckade linjen visar inflationsprognosen i huvudscenariot (typvärdet). Vi har markerat osäkerhetsintervallen inom vilka inflationen med 90 procents sannolikhet bedöms ligga. Detta innebär att risken för att hamna ovanför den övre gränsen eller nedanför den undre gränsen av intervallet båda är 5 procent.¹⁷

Osäkerhetsbedömningen i

Inflationsrapport 1998:4 resulterade i att det bedömdes mer sannolikt att inflationsprognosen överskattade den framtida inflationen än att den underskattade den.

Medelvärde för fördelningen för inflationsprognosen ett år framåt är 0,1 procentenhet lägre än typvärdesprognosen i huvudscenariot, medan det är knappt 0,2 procentenheter lägre för tvåårsprognosen. Båda fördelningarna karakteriseras alltså av en negativ skevhet.

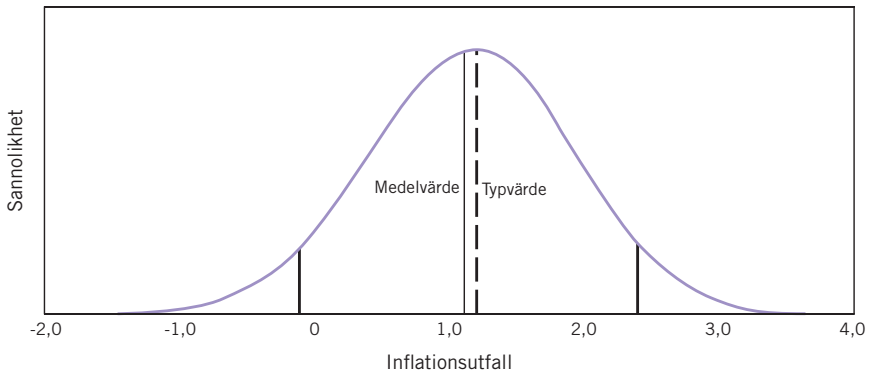
Detta återspeglar den nedåtrisk som fanns i inflationsprognosen på både ett och två års sikt. Osäkerhetsbedömningen resulterade således i att det bedömdes mer sannolikt att inflationsprognosen överskattade den framtida inflationen än att den underskattade den. Orsaken till skevheten kan vi spåra tillbaka till skevheter i fördelningarna i vissa av de faktorer som är av betydelse för inflationen. I Inflationsrapport 1998:4 sammanfattas orsakerna till skevheten på följande sätt: ”Sammantaget finns det en nedåtrisk i inflationsbedömningen som beror på risken för en kraftigare och mer långvarig internationell konjunkturedgång.” (sid. 42)

Ett alternativt sätt att presentera osäkerhetsintervallen på är att använda sig av ett så kallat trattendigram som visas i Figur 3. Detta bygger på fördelningarna i Figur 2, vilka återspeglas som genomskärningar av tratten i Figur 3 vid tidpunkterna december 1999 och december 2000. De yttre gränserna i tratten utgörs av de 90-procentiga osäkerhetsintervallen. I tratten visas även de 75-procentiga och 50-procentiga osäkerhetsintervallen samt prognosbanan i huvudscenariot (den streckade linjen). För tidsintervallen mellan decembersiffrorna interpolerar man för att få fram tratten. Det går till så att man månadsvis räknar upp intervallen

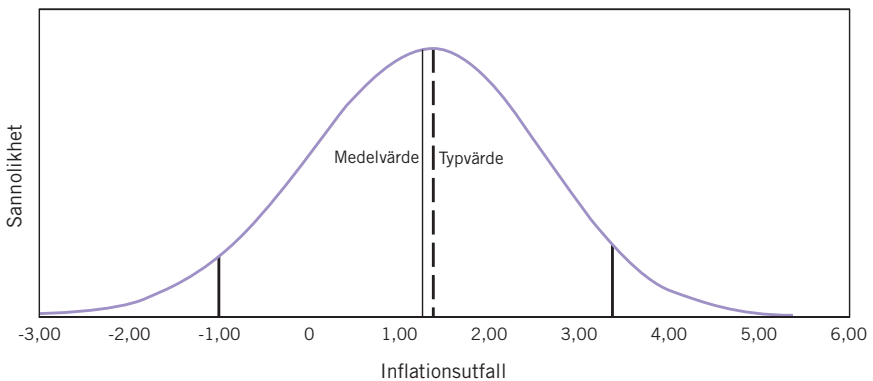
¹⁷ Wallis (1999) kritiserar Bank of England för att de inte har symmetriska intervall. Innebörden av detta är att – i motsats till Riksbankens osäkerhetsintervall – sannolikheten för att över- respektive underskrida intervallen skiljer sig åt. De skulle till exempel kunna vara 3 respektive 7 procent. Se även The Economist (1999).



Figur 2 a. 90 procents osäkerhetsintervall för KPI-prognos december 1999



Figur 2 b. 90 procents osäkerhetsintervall för KPI-prognos december 2000

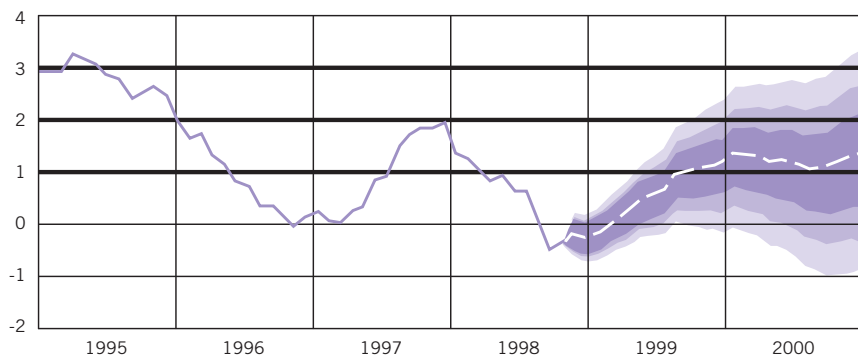


med en viss faktor. Faktorn måste väljas så att man landar i de intervallsgränser som är givna för december 1999 respektive december 2000. Trattdiagrammet har flera fördelar jämfört med Figur 2. För det första behövs endast ett diagram. För det andra kan man se hela prognosbanan samt den faktiska utvecklingen fram till prognostidpunkten. Diagrammet illustrerar även hur osäkerheten utvecklas med prognoshorizonten. Bredden på osäkerhetsintervallen ovanför prognosen jämfört med bredden på intervallen nedanför prognosen illustrerar var tyngdpunkten på osäkerheten bedöms vara. Om det inte bedöms finnas någon asymmetrisk risk kommer intervallen ovanför respektive nedanför prognosen att vara lika stora.

Ytterligare ett sätt att illustrera osäkerhetsintervallen för inflationsprognosen på är att beräkna sannolikheten för att inflationen hamnar i ett visst intervall. Detta låter sig lätt göras, eftersom vi känner hela sannolikhetsfördelningen för in-

flationsprognosen. Tabell 2 är hämtad från Inflationsrapport 1998:4 och visar sannolikheterna för en inflation under 1 procent, mellan 1 och 2 procent, mellan 2 och 3 procent samt över 3 procent på ett och två års sikt.

Figur 3. KPI med osäkerhetsintervall. Årlig procentuell förändring



Tabell 2. KPI-inflation. Sannolikhet i procent för olika utfall Tolvmånaderstal

| Dec-dec | KPI<1 | 1<KPI<2 | 2<KPI<3 | KPI>3 | Summa |
|---------|-------|---------|---------|-------|-------|
| 1999 | 42 | 45 | 12 | 1 | 100 |
| 2000 | 41 | 30 | 20 | 9 | 100 |


Källa: Inflationsrapport 1998:4

För 2000 var bedömningen i Inflationsrapport 1998:4 att Riksbankens mål på 2 procent sannolikt skulle komma att underskridas, under antagandet om oförändrad reporänta.

Sannolikheten för att inflationen kommer att ligga inom toleransintervallet för 1999 bedömdes i december 1998 alltså till $45+12=57$ procent. Det ansågs också föreligga en betydande sannolikhet (på 42 procent) för att inflationen skulle komma att understiga 1 procent, medan sannolikheten för att inflationen skulle överstiga 3 procent ansågs vara obetydlig (1 procent). För 2000 var bedömningen likartad, det vill säga att Riksbankens mål på 2 procent sannolikt skulle komma att underskridas, under antagandet om oförändrad reporänta.

Sammanfattning

I denna artikel har vi presenterat en ny metod för att härleda en sannolikhetsfördelning för inflationsprognosen. Denna avspeglar de subjektiva bedömningar som gjorts rörande osäkerhet och asymmetrisk risk i de faktorer som bedöms på-



verka inflationen. Vi har även i grova drag redogjort för hur denna metod används i praktiken.

Analysen bygger på två sorters bedömningar. För det första görs en bedömning av huruvida osäkerheten i prognosen är större eller mindre än den osäkerhet som i ett historiskt perspektiv varit utmärkande för den aktuella faktorn. För det andra görs en bedömning av huruvida det är större risk för att prognosen i huvudscenariot underskattar den framtida utvecklingen än för att den överskattar den. Dessa bedömningar avspeglas i en binormal sannolikhetsfördelning för varje faktor. Sannolikhetsfördelningarna vägs sedan ihop till en sannolikhetsfördelning för inflationsprognosen, vilken används för att beräkna osäkerhetsintervallen runt huvudscenariot. Ihopvägningen görs med vikter som återspeglar makrovariablernas betydelse för inflationsutvecklingen.

Arbetet med osäkerhetsbedömningarna görs först på ekonomiska avdelningen, samtidigt som huvudscenariot arbetas fram. Det är naturligt att den som har expertkunskaper rörande en viss faktor gör bedömningarna för just den faktorn. Men för att ekonomernas bedömningar ska vara samstämmiga träffas man och jämkar samman den till en konsistent bild. Ekonomiska avdelningens osäkerhets- och riskbedömning utgör sedan utgångspunkt för direktionens diskussion kring densamma. En diskussion om olika bedömningar av osäkerheten kan då föras i mycket konkreta termer kring de faktorer som påverkar inflationen. Direktionens inflationsbedömning kan innebära att huvudscenariot och fördelningen för inflationsprognosen revideras. Denna slutliga bedömning presenteras i bankens inflationsrapport och gör det möjligt att på ett pedagogiskt sätt kommunicera bankens syn på osäkerhet samt uppåt- och nedåtrisker för inflationsprognosen i huvudscenariot.

Appendix

DEFINITIONER AV VANLIGA MÅTT PÅ GENOMSnitt

Låt fördelningen definieras av $f(x)$. Medelvärde är definierat som $\int_{-\infty}^{\infty} xf(x)dx$; medianen är det värde μ som uppfyller $\int_{-\infty}^{\mu} f(x)dx = 0,5$ och typvärdet är det värde μ som uppfyller $\left. \frac{df}{dx} \right|_{x=\mu} = 0$.

DEN BINORMALA FÖRDELNINGEN

En vanlig normalfördelning definieras av

$$f(x; \mu, \sigma) = (2\pi\sigma^2)^{-1/2} \exp\left\{-\frac{1}{2\sigma^2}(x-\mu)^2\right\}.$$

Den binormala fördelningen består av två sådana vanliga normalfördelningar med samma μ men med olika standardavvikelse:

$$f(x; \mu, \sigma_1, \sigma_2) = \begin{cases} C \exp\left\{-\frac{1}{2\sigma_1^2}(x-\mu)^2\right\} & \text{för } x \leq \mu \\ C \exp\left\{-\frac{1}{2\sigma_2^2}(x-\mu)^2\right\} & \text{för } x > \mu, \end{cases}$$

där $C = k(\sigma_1 + \sigma_2)^{-1}$, $k = \sqrt{2/\pi}$ och μ är typvärdet. C är en integrationskonstant som behövs för att skala normalfördelningarna när de jämkas samman.

Sannolikheten för utfall mellan L_1 och L_2 för den binormala fördelningen är härledd i John (1982), och är

$$pr[L_1 \leq x \leq L_2] = \int_{L_1}^{L_2} f(x)dx = \frac{2\sigma}{(\sigma_1 + \sigma_2)} \left[\Phi\left(\frac{L_2 - \mu}{\sigma}\right) - \Phi\left(\frac{L_1 - \mu}{\sigma}\right) \right],$$

där $\Phi(\cdot)$ är den kumulativa standard-normalfördelningen och

$$\begin{cases} \sigma = \sigma_1 & \text{om } L_1 \leq L_2 \leq \mu \\ \sigma = \sigma_2 & \text{om } \mu \leq L_1 \leq L_2. \end{cases}$$



Variansen ges av

$$\text{var}(x) = (1 - k^2)(\sigma_2 - \sigma_1)^2 + \sigma_1 \sigma_2$$

och skevheten (det tredje centrala momentet) är

$$E[(x - \mu)^3] = k(\sigma_2 - \sigma_1)[(2k^2 - 1)(\sigma_2 - \sigma_1)^2 + \sigma_1 \sigma_2],$$

vilket är proportionellt mot $k(\sigma_2 - \sigma_1)$ eftersom $2k^2 - 1 > 0$. Därför använder vi det enklare uttrycket

$$\gamma \equiv \tilde{\mu} - \mu = k(\sigma_2 - \sigma_1)$$

för att beskriva skevheten. Fördelen med detta är att γ är exakt skillnaden mellan medelvärdet och typvärdet.

Referenser

- Alexius, A. och H. Lindberg (1996), "Kronans reala jämviktskurs", Penning- och valutapolitik 1996:1, Sveriges riksbank.
- Apel, M., J. Hansen och H. Lindberg (1996), "Potentiell produktion och produktionsgap", Penning- och valutapolitik 1996:3, Sveriges riksbank.
- Apel, M. och P. Jansson (1999), "System Estimates of Potential Output and the NAIRU", *Empirical Economics*, kommande nummer.
- Blix, M. och P. Sellin (1998), "Uncertainty Bands for Inflation Forecasts", Sveriges Riksbank Working Paper No. 65.
- Britton, E., P. Fisher och J. Whitley (1998), "The Inflation Report Projections: Understanding the Fan Chart", *Bank of England Quarterly Bulletin*.
- Bäckström, U. (1998), "Fem år med prisstabilitetsmål", Penning- och valutapolitik 1998:1, Sveriges riksbank.
- The Economist (1999), "A la mode", 27 mars 1999, sid 90.
- Hörngren, L. (1995), "Penningpolitik i teori och praktik", Penning- och valutapolitik 1995:3, Sveriges riksbank.
- Inflationsrapport 1998:4, Sveriges riksbank.
- John, S. (1982), "The Three-Parameter Two-Piece Normal Family of Distributions and its Fitting", *Communications in Statistical Theory and Methods*, 11 (8), sid 879–885.
- Svensson, L.E.O. (1993), "Terminsräntekurvan – en indikator på marknadsförväntningar om framtida utveckling av räntor, inflation och växelkurs", *Ekonomisk Debatt* nr 3.
- Wallis, K., "Asymmetric Density Forecasts of Inflation and the Bank of England's Fan Chart", *National Institute Economic Review*, January 1999.

Marknadsvärderad utlandsställning – en ny bild av Sveriges utlandsberoende

AV GUNNAR BLOMBERG OCH JOHAN ÖSTBERG
Verksamma vid avdelningen för finansiell statistik.

En ny värderingsmetod för beräkning av den svenska utlandsställningen visar att den svenska nettoskuldsättningen mot utlandet är betydligt lägre än vad som hittills redovisats. Enligt beräkningarna, där direktinvesteringarna marknadsvärderats, uppgår Sveriges nettoskuld mot omvärlden till cirka 20 procent av BNP. Detta kan jämföras med den traditionella värderingen som tillämpats i den officiella statistiken över utlandsställningen, och som ger en nettoskuld på nästan det dubbla, eller 38 procent av BNP. I och med marknadsvärderingen tecknas en ny bild av Sveriges omvärldsberoende.

Författarna drar två slutsatser från den bild som den nya statistiken visar:

- Sveriges utlandsskuld är i dag inte något problem för landet: dels har nettoskulden amorterats ned, dels har interna obalanser som bidrog till skuldupbyggnaden i hög grad blivit lösta.
- Sverige har en stor andel riskkapital, främst direkta investeringar, i utlandsställningen. En hög integrationsgrad när det gäller riskkapital är i huvudsak en fördel, menar författarna.

Utlandsställningen som begrepp

OKÄND EKONOMISK STORHET

Trots att statistiken över Sveriges tillgångar och skulder gentemot utlandet – i dagligt tal utlandsställningen – samlats in och redovisats i över tjugo år är begreppet fortfarande relativt okänt i Sverige. Däremot har det sedan länge varit en viktig indikator för många internationella bedömare, såsom kreditvärderingsinstitut

och institutionella organisationer. Rent principiellt är utlandsställningen inte något komplicerat begrepp. Den visar ett lands nettoskuldssättning mot utlandet, inkluderande samtliga inhemska sektorer tillgångar och skulder gentemot utlandet.

Tidigare artiklar i denna tidskrift har lyft fram utlandsställningen som begrepp (Penning- och valutapolitik 1996:4, ”Sveriges utlandsskuld ur olika perspektiv” av Robert Bergqvist och Tomas Lundberg). Föreliggande artikel presenterar bland annat resultatet av en ny värderingsmodell för en av delkomponenterna – direktinvesteringarna – och vad denna kan innebära för tolkningen av statistiken.¹

Marknadsvärdering av direktinvesteringar

BRISTER I NUVARANDE VÄRDERINGSMETOD

En av de viktigaste delkomponenterna i utlandsställningen är nettot av tillgångar och skulder gentemot omvärlden i form av direktinvesteringar. En direktinvestering² definieras som ett innehav av aktier eller andelar överstigande 10 procent av aktiekapitalet i ett utländskt företag. Innehav understigande 10 procent av aktiekapitalet klassas som portföljaktier, oavsett om aktierna i företaget är noterade på börsen eller ej.

De rekommendationer som ligger till grund för insamling och bearbetning av betalningsbalansstatistiken (Balance of Payments Manual, Ed. 5, IMF 1993) stöder en marknadsvärdering av direktinvesteringarna. Det finns dock inga anvisningar om vilken metod som ska väljas för ändamålet. Avsaknaden av en allmänt acceptabel och internationellt gångbar värderingsmetod har medfört att de flesta länder valt att i stället redovisa det bokförda värdet av den utlandsägda andelen av det egna kapitalet (EK) i direktinvesteringsföretagen.

Det egna kapitalets storlek är ett dåligt mått på ett företags marknadsvärde.

Problemet med denna praxis är att det egna kapitalets storlek är ett dåligt mått på ett företags marknadsvärde. Det egna kapitalet i ett företag är en bokföringsteknisk konstruktion

som återspeglar det sammanlagda värdet av inbetalat aktiekapital och ackumulerade vinster/förluster, minskat med eventuella utdelningar till aktieägarna. Detta värde är normalt avsevärt lägre än marknadsvärdet, det vill säga det värde

¹ Redovisningen av den marknadsvärderade utlandsställningen i denna artikel bygger på preliminära kalkyler. De slutgiltiga beräkningarna kommer att presenteras i samband med den officiella publiceringen av utlandsställningen i augusti 1999.

² Definitionen följer den av IMF (Internationella valutafonden) specificerade nomenklaturen.

som investerare skulle åsätta företaget om det var utbudet till försäljning på den öppna aktiemarknaden.

BÖRSKURSER VÄGLEDANDE I NY VÄRDERINGSMETOD

För att komma till rätta med nuvarande brister i statistiken över utlandsställningen har Riksbanken utarbetat en ny metod för marknadsvärdering av direktinvesteringar. Metoden bygger på en jämförelse mellan börsnoterade företag och direktinvesteringsföretag med avseende på vinstutveckling och pris.

Som underlag används p/e³-talet i börsnoterade företag på de marknader där direktinvesteringsföretagen är representerade, samt den vinstutveckling i direktinvesteringsföretagen som inrapporterats till Riksbanken. Genom att använda börsens prissättning som grund för värderingen tas även hänsyn till värdet på immateriella tillgångar som till exempel goodwill och humankapital. Under en rad antaganden kan metoden också sägas avspegla det värde marknaden skulle ha tillskrivit direktinvesteringsföretagen om de hade varit utbudna till försäljning på börsen.

Genom att använda börsens prissättning som grund för värderingen tas även hänsyn till värdet på immateriella tillgångar som till exempel goodwill och humankapital.

P/e-metod för värdering av direktinvesteringar

Marknadsvärdet på direktinvesteringarna har beräknats för perioden 1989–98. Metoden bygger på antagandet att relationen mellan historiskt pris och historisk vinstnivå i direktinvesteringsföretagen är densamma som pris/vinst-förhållandet i börsföretagen. Vid värderingen av svenska direktinvesteringstillgångar i utlandet vägs ett 20-tal länders p/e-tal samman, viktade efter direktinvesteringarnas bokförda värde. Marknadsvärdet beräknas därefter som produkten av det viktade p/e-talet och direktinvesteringsföretagens sammanlagda utlandsgenererade vinst. Marknadsvärdet bedöms dock aldrig kunna anta ett lägre värde än det bokförda värdet på det egna kapitalet i företagen (slaktvärdet). Som exemplet nedan tydliggör har hänsyn inte kunnat tas till olikheter i p/e-relationen mellan olika branscher. Anledningen är att det inte varit möjligt att erhålla data över p/e-relationen uppdelade på såväl land som bransch.

Exempel – marknadsvärdering av direktinvesteringstillgångar

Tillvägagångssättet kan illustreras med följande förenklade exempel: Antag att Sverige har direktinvesteringstillgångar i endast två länder, USA och Storbritannien. P/e-talen är 10 respektive 15 för de båda ländernas aktiebörser föregående år. Det bokförda värdet på de

³ Eng. Price/earnings.

svenska direktinvesteringstillgångarna i USA antas i exemplet vara 90 miljarder kronor och i Storbritannien 10 miljarder kronor. Det viktade p/e-talet blir därmed $(10 \cdot 90 + 15 \cdot 10) / 100 = 10,5$. Vinsten i direktinvesteringsföretagen det aktuella året uppgår till 15 miljarder kronor. Marknadsvärdet på Sveriges samlade direktinvesteringstillgångar i de två länderna beräknas som vinsten multiplicerad med det viktade p/e-talet, i det här fallet $15 \cdot 10,5 = 157,5$ miljarder kronor.

Metoden utnyttjar historiska data på pris- och vinstnivå. Det vore naturligtvis önskvärt att ställa priset i relation till marknadens förväntningar om framtida vinster. Problemet är att dessa förväntningar inte är kända. En annan svaghet i metoden är att relationen mellan vinst och prisnivå i direktinvesteringsföretagen skulle kunna avvika från motsvarande relation i börsföretagen. Vi har dock bedömt att verksamheten i de två företagskategorierna inte markant skiljer sig från varandra.

**Direktinvesteringsföretagens
sammanlagda vinstutveckling tycks
uppvisa större konjunkturella
svängningar än börsföretagens.**

uppvisa större konjunkturella svängningar än börsföretagens. Detta kan förklaras av att direktinvesteringsföretagen är färre till antalet, vilket innebär att enskilda företag får ett större genomslag på den totala vinstnivån. En viss förskjutning av vinstcyklerna över tiden har också observerats.

I ett försök att komma till rätta med dessa problem, kompletteras metoden med beräkningar som utnyttjar ett justerat p/e-tal, där börsföretagens aggregerade vinst, det vill säga e, och vinsten i direktinvesteringsföretagen ersätts av trendmässiga nivåer.⁴ Antagandet som ligger till grund för detta är dock att marknaden har full kännedom om konjunkturellt och långsiktig vinstnivå i direktinvesteringsföretagen och i de börsnoterade bolagen.

Det första tillvägagångssättet underskattar sannolikt marknadsvärdet under år då direktinvesteringsföretagen uppvisar lägre vinster relativt börsföretagen. På motsvarande sätt kan det överskatta marknadsvärdet om vinsterna i direktinvesteringsföretagen relativt sett skulle vara högre än i börsföretagen. Resonemanget bygger på att marknadsaktörerna i viss utsträckning antas kunna prognostisera en långsiktig vinstnivå som kanske avviker från det senast observerade (konjunkturberoende) värdet. Det andra tillvägagångssättet kompenserar således detta fenomen, men risken för "överkompensation" kan inte nonchaleras. Det sätt på vilket resultaten av de två tillvägagångssätten vägs samman får störst betydelse i extrema konjunkturlägen, liknande det vi hade i Sverige under krisåren 1992 och 1993. Vi har relativt godtyckligt valt att ge dem lika vikt.

Ingående direktinvesteringar (utländska tillgångar i Sverige) värderas på ett liknande sätt, med den skillnaden att den svenska aktiemarknadens p/e-relation utgör indata i beräkningsmodellen.

Det står också klart att metoden kan vara missvisande om vinstcykeln i direktinvesteringsföretagen avviker från börsföretagens. Studier av vinstutvecklingen i de två företagskategorierna indikerar vissa skillnader. Direktinvesteringsföretagens sammanlagda vinstutveckling tycks

⁴ En linjär vinsttrend uppskattas för både börsföretagen och direktinvesteringsföretagen med hjälp av minsta kvadratenmetoden.

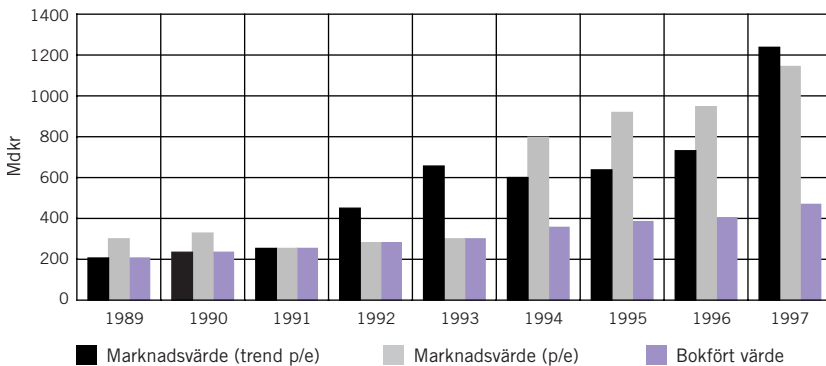


Metoden inte exakt

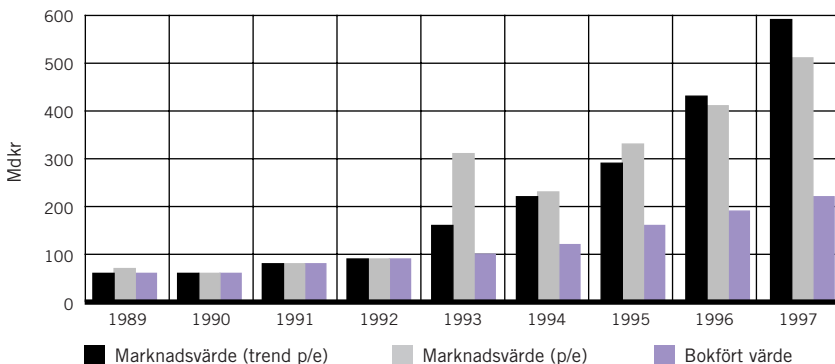
Den nya metoden resulterar i att värdet på såväl in- som utgående direktinvesteringstillgångar mer än fördubblas (se Diagram 1). Det är dock svårt att verifiera resultatet av vald metod, eftersom direktinvesteringsföretag mycket sällan säljs som en sammanhängande enhet på en väl fungerande marknad. En p/e-talsbaserad värdering kan aldrig ge ett exakt mått på marknadsvärdet. Men den ger sannolikt en betydligt bättre bild av direktinvesteringarnas, och därmed utlandsskuldens, ”verkliga ekonomiska värde” än nuvarande redovisning till bokfört värde.

Diagram 1. Storleken på in- och utgående direktinvesteringstillgångar enligt olika värderingsmetoder

Svenska direktinvesteringar i utlandet



Utländska direktinvesteringar i Sverige



KORREKT VÄRDERING VÄSENTLIGT FÖR SVERIGE

För länder där direktinvesteringstillgångar och -skulder är av obetydlig omfattning, till exempel USA och Tyskland, innebär inte nuvarande praxis några större problem. För länder med stora direktinvesteringsengagemang, till exempel Sverige och Spanien (se Diagram 2), ger avsaknaden av marknadsvärdering av direktinvesteringarna en vilseledande bild av utlandsskuldens storlek och sammansättning.

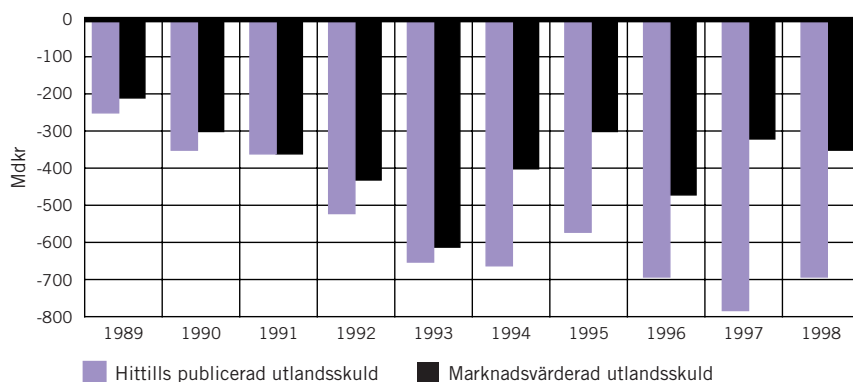
Diagram 2. Direktinvesteringar (bokfört värde), nettotillgångar 1996. Procent av BNP



MARKNADSVÄRDERINGEN GER LÄGRE UTLANDSSKULD

Enligt den officiella statistik som hittills redovisats, har det framstått som om Sverige vore ett av de mest skuldsatta länderna i världen. Vid den senaste publiceringen av betalningsbalansstatistiken var utlandsskulden 688 miljarder kronor, vilket motsvarar 37,9 procent av BNP (december 1998). Marknadsvärderingen av direktinvesteringarna ger en betydligt ljusare bild av skuldförhållandet. Som framgår av Diagram 3 uppgick utlandsskulden enligt de nya beräkningarna till 357 miljarder kronor i december 1998, vilket motsvarar 19,7 procent av BNP.

Diagram 3. Utlandsskulden före och efter marknadsvärdering av direktinvesteringarna



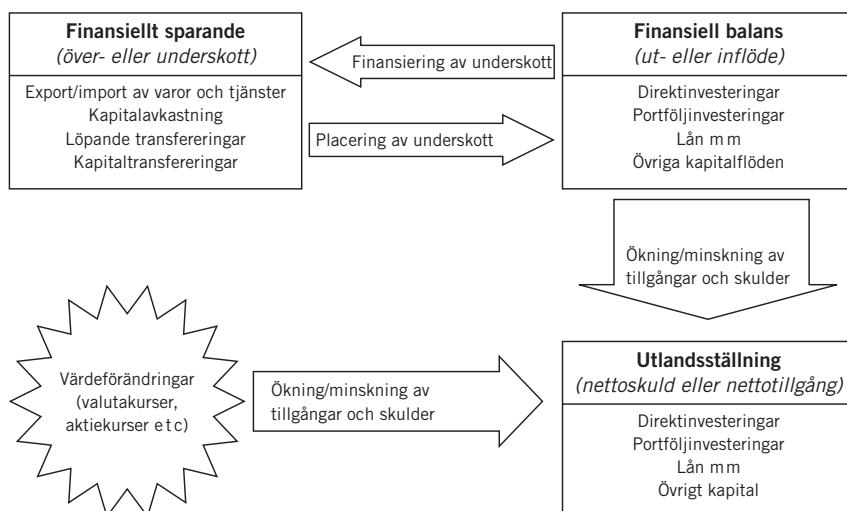
Utlandsskuldens storlek och uppkomst

VAD PÅVERKAR UTLANDSSTÄLLNINGEN?

Eftersom statistiken över utlandsställningen hittills varit missvisande har det också varit svårt att analysera orsakerna till Sveriges skulduppbyggnad samt dess samhällsekonomiska konsekvenser. Med den nya värderingen blir det möjligt att analysera dessa mer i detalj, men vi väljer att först ge en översiktlig bild av vad statistiken över utlandsställningen kan användas till och vilka faktorer som påverkar nettoställningen.

Förutom att ge en ögonblicksbild av hur skuldsatt vårt land är och vilka sektorer som innehar tillgångar och skulder gentemot vår omvärld kan utlandsställningen sägas tillhandahålla ett facit på den tidigare förda ekonomiska politiken. Om tillgångarnas storlek kraftigt avviker från skulderna, det vill säga landet uppvisar en betydande nettoskuld eller nettotillgång gentemot omvärlden, kan det vittna om en historia av extern obalans i ekonomin. En nettoupbyggnad av tillgångar eller skulder gentemot utlandet uppstår genom att det finansiella nettosparandet, det vill säga summan av bytesbalans och kapitaltransfereringar, genererat ett bestående över- eller underskott som måste placeras eller finansieras med hjälp av gränsöverskridande kapital. Men värdet på tillgångarna eller skulderna kan också komma att påverkas av växelkursvägningar eller förändringar i tillgångspriser.

Figur 1. Samband mellan finansiellt nettosparande, kapitalflöden och utlandsställningen



TJUGO ÅR AV SKULDUPPBYGGNAD

Marknadsvärderingen innebär också att man på ett bättre sätt kan redovisa hur värdeförändringarna, vid sidan om bytesbalansen, genom åren påverkat utlandsskulden. De värdeförändringar, förutom börskursförändringar, som ger störst genomslag på utlandsställningen har uppstått till följd av skift i ränte- eller växelkursnivåer. Ränteförändringarna har dock, trots stora ränterörelser, givit ett mindre genomslag på utlandsställningen, varför vi i denna artikel har valt att bortse från effekten av dessa. Under senare år förändringarna i börs- och valutakursen påverkat vår nettoskuld mot omvärlden i mycket hög utsträckning. Så har det dock inte alltid varit.

Den svenska utlandsskulden uppstod under en period av ekonomisk tillbakagång i Sverige.

En historisk tillbakablick visar att den svenska utlandsskulden till en början uppstod under en period av ekonomisk tillbakagång i Sverige. Under större delen av 1970- och 80-talen uppvisade den svenska bytesbalansen betydande underskott. Det fasta växelkursförhållande som rådde under i stort sett hela perioden, i kombination med en betydande löneinflation, försämrade konkurrenskraften för svensk industri. Exportföretagen fick allt svårare att upprätthålla sina marknadsandelar och stå emot i den internationella konkurrensen. Samtidigt ökade underskottet i den offentliga sektorn. Sverige blev tvunget att låna från utlandet för att täcka löpande konsumtion, vilket således var början till den svenska utlandsskuldens uppbyggnad.

Under senare delen av 1990-talet har utvecklingen dock vänt. Finanspolitiska sparåtgärder och rörlig växelkurs, i kombination med en framgångsrik penningpolitik, har skapat överskott i bytesbalansen och därmed i det finansiella nettosparandet. Ackumulerat över en längre tidsperiod är det finansiella nettosparandet i stort sett nära noll. Den överkonsumtion vi gjorde oss skyldiga till under 1970- och 80-talen har vi lyckats betala av genom vårt sparande, och det på mycket kort tid. Trots det har Sverige – enligt de nya beräkningarna – fortfarande en nettoskuld mot utlandet på cirka 350 miljarder kronor.⁵

KRONFÖRSVAGNING ENSAM ORSAK TILL DAGENS NETTOSKULD MOT UTLANDET

Eftersom senare års nettoamortering i stort sett motsvarat tidigare års nettoupplåning (inklusive ränta på skulden), måste den återstående utlandsskulden förklaras med värdeförändringar. Vi kan konstatera att utländska investerare under en längre tid byggt upp betydande innehav av svenska portföljinvesteringar. Fallande

⁵ Enligt de nya beräkningarna av den marknadsvärderade utlandsställningen.

räntor och framför allt stigande börskurser har under 1990-talet bidragit till stora positiva värdeförändringar i dessa innehav. Den sammanlagda värdeförändringen på de svenska innehaven av utländska portföljaktier har dock inte varit lika betydande. Detta beror på att svenska placeringar i utländska portföljaktier och räntebärande värdepapper varit förhållandevis små fram till och med mitten av 1990-talet. Det är först på senare år – då stora delar av allemansspar och allemansfond i allt större utsträckning ersattes av andra alternativ – som svenska placerare byggt upp sina innehav av utländska värdepapper. Uppgången på de internationella aktiemarknaderna har därför inte fått lika stort genomslag i utlandsskulden som den svenska börsuppgången.

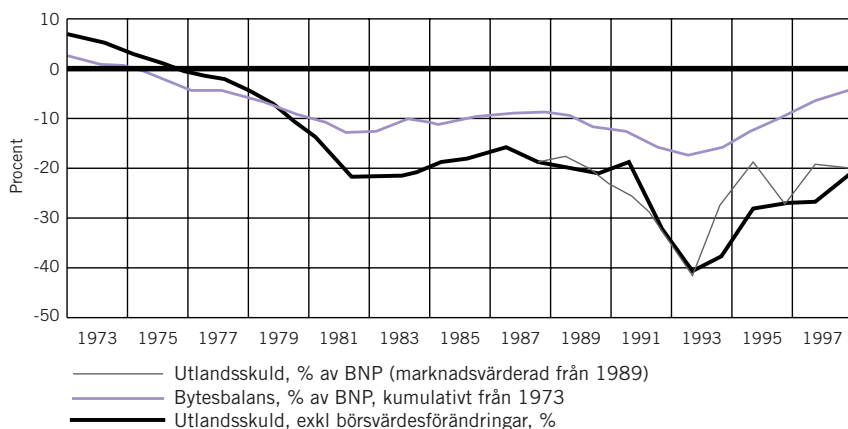
Direktinvesteringarnas värdeförändring uppvisar emellertid motsatt bild. De svenska direktinvesteringarna i utlandet är av äldre datum och beloppsmässigt större än de utländska direktinvesteringarna i Sverige. Värdeförändringen är därför större för utgående investeringar än för ingående. Totalt sett verkar värdeförändringarna på direktinvesteringar och portföljinvesteringar ha tagit ut varandra.

Orsaken till att Sverige, trots de senaste årens bytesbalansöverskott, ändå har en nettoskuld på cirka 20 procent av BNP (se Diagram 4) står i stället att finna i valutakursförluster på den svenska utlandsupplåningen.

Vid tidpunkten för devalveringarna på 1980-talet, samt vid övergången till rörlig växelkurs 1992, utgjordes stora delar av den svenska nettoupplåningen av lån i utländsk valuta. När kronans värde skrevs ned, ökade också skuldbördan på dessa lån räknat i svenska kronor. Större delen av vår nuvarande nettoskuld tycks således vara ett resultat av tidigare års devalveringspolitik.

Orsaken till att Sverige har en nettoskuld på cirka 20 procent av BNP står att finna i valutakursförluster på den svenska utlandsupplåningen.

Diagram 4. Marknadsvärderad utlandsskuld, värdeförändringar och ackumulerad bytesbalans



Utlandsskuldens innebörd

NORM FÖR ACCEPTABEL UTLANDSSKULD FINNS INTE

Om upplåningen från utlandet resulterat i ökade reala investeringar kan landet sannolikt tåla en högre nettoskuld än om upplåningen gått enbart till konsumtion.

Vi har alltså konstaterat att Sveriges nettoskuld mot omvärlden – efter marknadsvärdering – hamnar på en nivå som är omkring hälften av den som redovisats i den officiella statistiken över utlandsställningen. Frågan är då om man kan ange en nivå för ett lands

nettoskuld där man kan säga att den blir ett problem. Man skulle kunna hävda att så länge skulden inte skenar i förhållande till ekonomins storlek så är situationen under kontroll. I praktiken är det dock omöjligt att ange ett riktvärde för utlandsskulden. Nettoskulden blir fortare ett problem om den sammanhänger med inre obalanser, till exempel en stor och växande statsskuld. Om upplåningen från utlandet resulterat i ökade reala investeringar kan landet sannolikt tåla en högre nettoskuld än om upplåningen gått enbart till konsumtion. Ett exempel på det förstnämnda är Sveriges investeringar i slutet av 1800-talet i infrastruktur, främst järnvägssystemet, som finansierades med en omfattande nettoupplåning. Sverige hade i början av detta sekel en mycket stor nettoskuld mot utlandet. Genom den snabba tillväxt som följde i landet kunde denna utlandsskuld amorteras av på några årtionden. Om nettoskulden är ett problem eller inte är därför en bedömningsfråga, där landets ekonomiska situation som helhet, till exempel demografiska faktorer och relativ tillväxtpotential, måste tas med i bilden.

SVERIGES NETTOSKULD I DAG INGET PROBLEM

Hur var då situationen i början av 1990-talet? Som framgår av den nya bild av utvecklingen av nettoskulden som presenteras i denna artikel (Diagram 4), nådde nettoskulden sin högsta nivå i förhållande till BNP 1993. Det kan naturligtvis diskuteras i vad mån detta utgjorde ett allvarligt problem. Utländska sverigebedömare, främst kreditvärderingsinstituterna, betraktade dock den snabbt växande nettoskulden med oro, eftersom den hängde samman med inre obalanser, bland annat ett stort och växande budgetunderskott.⁶

Sveriges utlandsskuld på 19,7 procent av BNP (redovisad efter omvärdering av direktinvesteringarna) bör enligt vår bedömning inte medföra någon destabiliserande effekt på ekonomin. Till detta har följande faktorer bidragit:

⁶ Utlandsskulden presenterades då enligt de tidigare värderingsprinciperna, vilket försvårade bedömningen av utlandsskuldens verkliga nivå.

- Ett ökat sparande i den svenska ekonomin har, alltsedan 1994, resulterat i stora och återkommande bytesbalansöverskott. Dessa har bidragit till att väsentligt reducera Sveriges nettoskuld.
- Förändringarna i den svenska ekonomin genom bland annat budgetsanering och en penningpolitik med inflationsmål innebär också att riskerna för att interna obalanser på nytt ska resultera i en skenande utlandsskuld har reducerats väsentligt.

En internationell jämförelse försvåras av att endast ett fåtal länder redovisar utlandsskulden med samtliga delkomponenter marknadsvärderade. En jämförelse av olika länders utlandsskuld med dagens värderingsmetod (bokfört värde av eget kapital på direktinvesteringarna) är inte meningsfull, eftersom vissa länder har en nettotillgång i form av direktinvesteringar, medan andra länder har en nettoskuld. I det första fallet skulle utlandsskulden överskattas och i det andra fallet underskattas. Detta under förutsättning att marknadsvärdet är högre än det bokförda värdet på eget kapital i direktinvesteringsföretagen, vilket torde vara ett rimligt antagande med tanke på de senaste årens internationella börsuppgång.

En internationell jämförelse försvåras av att endast ett fåtal länder redovisar utlandsskulden med samtliga delkomponenter marknadsvärderade.

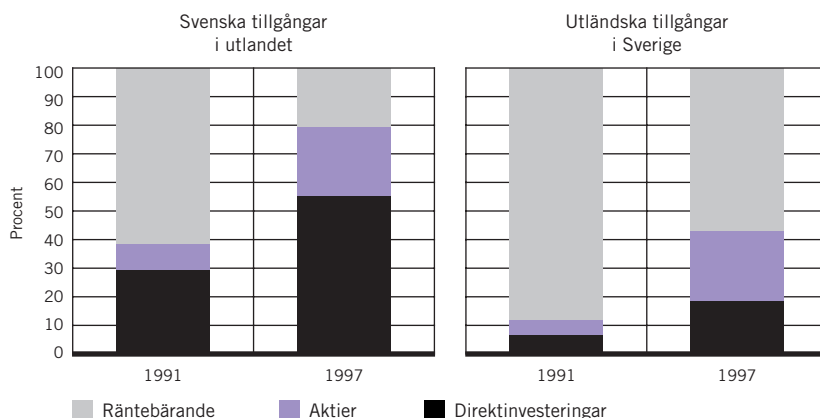
UTLANDSSTÄLLNINGENS SAMMANSÄTTNING

En marknadsvärdering av direktinvesteringsstockarna medför även att det inbördes förhållandet mellan utlandsställningens olika komponenter förändras. Fördelen med en marknadsvärdering av direktinvesteringsstockarna är att en mer rättvisande jämförelse möjliggörs av storleken på utlandsställningens olika delar.

Sammansättningen av utlandsställningen, det vill säga storleken på tillgångarna och skulderna, samt de finansiella instrument som tillgångarna och skulderna är placerade i, är av stor betydelse för tolkningen av skuldförhållandet. Diagram 5 visar den kraftiga förändring i sammansättningen av tillgångarna och skulderna som skett under 1990-talet.

I början av 1990-talet dominerades både tillgångar och skulder av räntebärande instrument. Mest utpräglad var dominansen på skuldsidan, där närmare 90 procent utgjordes av räntebärande skuld och endast cirka 10 procent utgjordes av utländska placeringar i Sverige i form av direktinvesteringar och portföljaktier. Som framgår av diagrammet har andelen riskkapital (summan av direktinvesteringar och portföljaktier) ökat kraftigt till 1997.

Diagram 5. Direktinvesteringar, portföljaktier och räntebärande placeringar som andel av Sveriges tillgångar och skulder 1991 och 1997. Procent



Då bör man hålla i minnet, att de räntebärande skulderna och tillgångarna påverkas av kortfristiga lån som reprofinsiering av värdepapperstransaktioner. Repotransaktionerna ökade dramatiskt under 1992 och har därför bidragit till att blåsa upp de räntebärande positionerna. Den bild som tecknats i Diagram 5 kan därför snarast underskatta omsvängningen mot ökade andelar riskkapital i utlandsställningen.

FRÅN LÅNEFINANSIERING AV BYTESBALANSUNDERSKOTT ...

Rättvisa jämförelser längre bakåt går inte att göra, eftersom marknadsvärderingen av direktinvesteringar sträcker sig enbart till 1989. Valutaregleringen, som avskaffades 1989, inriktades från mitten av 1970-talet fram till slutet av 1980-talet på att bytesbalansunderskotten skulle finansieras med långfristig utlandsupplåning. Detta förhållande, tillsammans med det faktum att de utländska direktinvesteringarna i Sverige var blygsamma, har därför inneburit att Sveriges utlandsskuld under denna tid så gott som uteslutande bestått av räntebärande upplåning.

Sveriges tillgångar i utlandet påverkas av att det svenska näringslivet under en lång tid varit i hög grad internationaliserat.

Sveriges tillgångar i utlandet påverkas av att det svenska näringslivet under en lång tid varit i hög grad internationaliserat. På tillgångssidan utgjorde direktinvesteringarna 1991 30 procent. Med hänsyn till att valuta-

regleringen var restriktiv mot andra slag av placeringar i utlandet är det rimligt att anta att denna andel under 1970- och 80-talen var högre.

... TILL FINANSIELL INTEGRATION NÄR DET GÄLLER RISKKAPITAL
Under 1990-talet har utlandsställningen förändrats genomgripande genom att andelen riskkapital fördubblats när det gäller svenska tillgångar i utlandet och fyrdubblats när det gäller skulderna. Denna stegrade andel av riskbärande kapital i utlandsställningen är ett resultat av dels ett omfattande investeringsflöde i båda riktningarna, dels den värdetillväxt som följt på 1990-talets börsuppgång.

Utlandsställningen har under 1990-talet genomgått en strukturell förändring, från att främst ha visat hur tidigare års bytesbalansunderskott finansierats, till att i dag återspegla den finansiella integrationen när det gäller riskkapital. Ökade gränsöverskridande placeringar med ökad riskspridning för förmögensförvaltare, bland annat till följd av en internationalisering av pensionssparandet, har medfört att andelen portföljplaceringsaktier har ökat på både skuld- och tillgångssidan. En ökad internationalisering av företagandet och, särskilt under de senaste åren, en trend mot samgåenden mellan stora internationella företag, där svenska koncerner deltagit, har medfört att direktinvesteringsandelarna likaledes har ökat på både skuld- och tillgångssidan.

Vidare är, när det gäller riskkapital, ingående och utgående investeringar inte några helt separata storheter. Tvärtom är de i hög grad integrerade, bland annat genom att utländska portföljplaceringar ofta inriktas på svenska företag med stora direktinvesteringsstillgångar i utlandet. På motsvarande sätt har ett antal företagsammanslagningar under senare tid inneburit att svenskar äger portföljaktier i utländska företag som i sin tur har betydande direktinvesteringsstillgångar i Sverige.⁷


HÖG INTEGRATIONSGRAD NÄR DET GÄLLER RISKKAPITAL — ÄR DET BRA?

Sverige är ett land med stora bruttopositioner när det gäller riskbärande kapital. Svensk industri har historiskt sett varit i hög grad internationaliserad, med omfattande tillgångar i

Sverige är ett land med stora bruttopositioner när det gäller riskbärande kapital.

form av utländska direktinvesteringar. Särskilt omfattande var investeringarna i utlandet i slutet av 1980-talet, då utvecklingen drevs på dels av osäkerhet om den ekonomiska politiken i Sverige, dels av osäkerhet om Sveriges förhållande till EG och de allt starkare integrationssträvandena där. Även om de omfattande investeringarna utomlands varit gynnsamma för de investerande företagen så har de, åtminstone tidvis, återspeglat en osäkerhet i synen på svensk ekonomisk politik.

⁷ Stora-Enzo, och AstraZeneca är exempel på sådana affärer.



Under 1990-talet har en tydlig förändring skett i denna utveckling. Kronan upphörde att vara övervärderad, en låginflationsregim har fått fotfäste under 1990-talet genom omläggningen av penningpolitiken, och budgetbalansen har återställts. Tillsammans med Sveriges inträde i EU 1995 har detta förändrat utländska investerares syn på Sverige i positiv riktning. Den starka ökningen under 1990-talet av utländska direktinvesteringar i Sverige kan därför tolkas som ett utslag av dessa förändringar.

Denna positiva omsvängning får dock inte överdrivas och tas till intäkt för att alla problem övervunnits. 1990-talets betydande investeringsflöde från utlandet och de senaste årens samgåenden mellan utländska och svenska koncerner har väckt farhågor om följderna av det ökade utländska ägandet. Särskilt den utflyttning av ledningsfunktioner och huvudkontor som blivit resultatet för några av de stora företagen pekar på att de strukturella förutsättningarna för företagandet inte är gynnsamma i alla delar.

I grunden bedömer vi ändå att denna förändring mot ökad integration när det gäller riskkapital är gynnsam för Sverige. En hög integrationsgrad när det gäller direktinvesteringskapital medger ett tätare utbyte av know-how, managementkunskaper etc., samtidigt som marknadsanpassningen kan förbättras och synergieffekter vid utveckling och tillverkning tas till vara. Om Sverige inte hade förmått attrahera utländska investerare under 1990-talet, eller om svensk industri stått vid sidan av de senaste årens utveckling mot sammanslagning av internationella koncerner, så hade detta i det stora hela missgynnat oss.

Därför har Sverige bytt stabiliseringspolitisk regim

AV VILLY BERGSTRÖM*
Författaren är vice riksbankschef

Det är uppenbart för var och en att vi i dag lever i en annan ekonomisk värld än för tio år sedan. Då var den öppna arbetslösheten 1,3 procent och inflationen cirka 7 procent. Nu är inflationen obefintlig, medan den totala arbetslösheten är över 9 procent. Tre frågor inställer sig:

- *Varför har det skett en så drastisk förändring i ekonomin?*
- *Vad är det som karakteriserar de nya ekonomiska villkoren?*
- *Finns det alternativ till den politik som förs?*

Bakgrund

Sverige hade sedan andra världskriget i princip haft en fast valutakurs. I praktiken var den dock inte särskilt fast från mitten av 1970-talet. Från hösten 1976 till hösten 1982 devalverade Sverige fem gånger.

**Från hösten 1976 till hösten 1982
devalverade Sverige fem gånger.**

Från hösten 1982, efter serien av devalveringar, skulle det vara slut på devalveringspolitiken, men 1985–87 inträffade i stället en successiv depreciering. Kronan drogs med i dollarfallet vid den tiden, eftersom valutapolitiken var partiellt ”dollariserad” alltsedan den så kallade korganknytningen 1977.

Genom den dubbla vikten för dollar i den valutakorg mot vilken kronan stabiliserades föll kronan med cirka 10 procent som genomsnitt mellan 1985 och 1987, eftersom dollarn då deprecierades med cirka 40 procent mot viktiga valutor.

Hösten 1992 övergavs den fasta växelkursen och kronan föll omedelbart med 11,5 procent. Därefter, fram till hösten 1993, föll kronan ytterligare, så att det totala kursfallet till bottenläget den 13 december 1993 blev 31,5 procent.

* Villy Bergström vill tacka ekonomiska avdelningen för hjälp och Staffan Viotti för värdefulla synpunkter.

Man bör i sammanhanget observera att startpunkten för kronfallet i november 1992 motsvarade ett kostnadsläge som var cirka 25 procent lägre, mätt i gemensam valuta, än det hade varit 1976.

Detta var ett misslyckande för stabiliseringspolitiken. Det illustreras väl av en jämförelse av industriarbetarlönen 1975 och 1994. 1975 tjänade en industriarbetare i genomsnitt 27 kronor i timmen, 1994 var timlönen 95 kronor.

Men om 1975 års timpenning räknas om till 1994 års penningvärde motsvarade lönen 1975 faktiskt 107 kronor år 1994. Tjugo år av facklig kamp, när de nominella lönerna steg med i genomsnitt 6,9 procent per år, medförde således en reallönesänkning på 12 kronor i timmen.

Men det var inte bara den fackliga lönepolitiken som misslyckades. Det var lika mycket ett misslyckande för regeringens stabiliseringspolitik.

Hur kunde det gå så här illa?

Stabiliseringspolitisk aktivism

Den stora devalvering på 16 procent som den nytillträdda regeringen Palme genomförde i oktober 1982 kan betecknas som en offensiv devalvering, ovanpå den som hade gjorts 1981. Genom den 10-procentiga devalveringen 1981 hade kostnadsläget redan någorlunda normaliserats och konkurrenskraften hos svensk industri återstälts.

Ambitionen var att Sverige skulle åstadkomma en rivstart. Så blev det också, därför att konjunkturen vid den tiden vände uppåt i USA och en exceptionellt lång högkonjunktur tog sin början.

Den socialdemokratiska regeringen tyckte sig ha så bra förbindelser med fackföreningsrörelsen att regeringen skulle kunna hantera devalveringens ”eftervård”. Uppföljande åtgärder skulle bli nödvändiga för att förhindra att devalveringsvinsterna åts upp av löne- och prisinflation. Den inhemska efterfrågan behövde stramas åt för att skapa utrymme för den exportinriktade industrins tillväxt. Sverige skulle ”spara och arbeta sig ur krisen”, hette det i socialdemokraternas krisprogram inför valet 1982.

**Mellan 1982 och 1992 ökade
arbetskraftskostnaden per timme för
industriarbetare med i runda tal
mellan 8 och 11 procent per år.**

Men mellan 1982 och 1992 ökade arbetskraftskostnaden per timme för industriarbetare med i runda tal mellan 8 och 11 procent per år. Inflationsförväntningarna var uppenbarligen alltför starkt etablerade på arbets-

marknaden, varför eftervärden av devalveringen misslyckades.

Som påpekats mildrades verkningarna av de snabba kostnadsstegringarna

först av att devalveringen var så kraftigt tilltagen, sedan av att dollarn föll i värde, vilket de facto deprecierade den svenska kronan åren 1985–87.

Vad gjorde då regeringen för att stabilisera löne- och prisutvecklingen efter 1982?

Det går att sammanställa en lista över regeringens försök att stabilisera löneutvecklingen, en lista som uppvisar åtgärder i korporativ anda och som alltså byggde på föreställningen att den socialdemokratiska regeringens nära samarbete med fackföreningsrörelsen skulle möjliggöra en stabilisering av priserna.

1. Våren 1983 lanserade regeringen en inflationsnorm på 4 procent för år 1984. Utfallet blev 8 procent.
2. Våren 1984 presenterades ett krispaket med prisstopp och hyresstopp, och en norm om 3 procents inflation 1985. Utfallet blev 7,4 procent.
3. 1984 lanserades den så kallade utlandslånenormen, innebärande att staten inte skulle låna i utlandet för att finansiera bytesbalansunderskott.
4. År 1985 infördes en skattebaserad inkomstpolitik. Den statliga inkomstskatten skulle sänkas med 2 miljarder kronor om Metall och Verkstadsföreningen slöt ett avtal med lönehöjningar på högst 5 procent.
5. Åren 1982, 1984, 1985 och 1986 fördes förhandlingar eller överläggningar om skatter och avtal mellan regeringen och olika konstellationer av organisationer på arbetsmarknaden.

Några av dessa åtgärder var inspirerade av den så kallade normdebatten. Fasta normer skulle etableras i den ekonomiska politiken för att stabilisera inflationen på en låg nivå. Den viktigaste normen var naturligtvis den fasta växelkursen, men regeringen hade regelbundet ackommoderat genom att devalvera, när kostnaderna skjutit i höjden, för att motverka arbetslöshet och sjunkande vinster.

Till inflationsnormerna 1983 och 1984 knöts inga sanktioner. Däremot utgjorde utlandslånenormen i sig själv en sanktion. Kostnadskriser som skapade bytesbalansunderskott skulle inte finansieras genom att staten lånade i utlandet. Privata kapitalflöden måste lockas fram. Det skulle kräva höga räntor i Sverige, jämfört med i omvärlden, för att den privata sektorn i Sverige skulle vara villig att ta på sig risken att låna i utländsk valuta.

Industrisektorn hade länge god konkurrenskraft, men de offentliga utgifterna steg också i rask takt. Resultatet blev överhettning på arbetsmarknaden. Den öppna arbetslösheten var nere på 1,3 procent 1989 och låg 1990 på 1,5 procent. I Mälardalen var arbetslösheten 0,5 procent.

Det är uppenbart att inget lönebildningssystem fungerar under sådan förhål-

landen. Arbetsmarknadsforskare som Bertil Holmlund i Uppsala hävdade vid den tiden att NAIRU – den arbetslöshetsnivå som är förenlig med konstant inflation – låg på mellan 2,5 och 3,0 procent, vilket i dag framstår som mycket lågt.

De stabiliseringspolitiska svårigheterna tornade upp sig mot slutet av 1980-talet. Regeringen hamnade i en krissituation 1990 och införde strejkförbud och en rad bromsande åtgärder som lönestopp, hyresstopp, stopp för kommunala skattehöjningar. Regeringen gav besked om att Sverige skulle söka medlemskap i EU. Den 15 februari avgick finansminister Kjell-Olof Feldt och regeringen föll sedan i riksdagen på strejkförbudet.

Händelserna vintern 1990 var de sista försöken att bedriva interventionistisk stabiliseringspolitik enligt traditionell keynesiansk ansats.

Man torde kunna hävda att händelserna vintern 1990 var de sista försöken att bedriva interventionistisk stabiliseringspolitik enligt traditionell keynesiansk ansats. Den ”korporativa” samarbetspolitiken hade misslyckats. Att vägs ände nåddes i februari 1990 var i själva verket en följd av regeringens egna åtgärder under andra hälften av 1980-talet och dess oförmåga att strama åt efterfrågan.

Mot en ny stabiliseringspolitik

Kreditmarknaden hade successivt avreglerats under 1980-talet. Valutaregleringen började bli nedmonterad 1986 och den avskaffades fullständigt sommaren 1989.

Valutapolitiken lades om genom att kronan lämnade den handelsvägda ”korgen” och knöts till ecun pingsthelgen 1991.

Valutapolitiken lades om i formell mening genom att kronan lämnade den handelsvägda ”korgen” och knöts till ecun pingsthelgen 1991. Det var en viktig signal till valutamarknaden att omläggningen, som var väntad,

skedde *utan* nedskrivning av kronan. Tvärtom knöts kronan till ecun till en kurs som låg något över centralkursen i det intervall som gällde vid korganknytningen.

En rad åtgärder hade förebådat en formell omläggning av stabiliseringspolitiken. Det viktigaste dokumentet, som markerar en ny inriktning, är regeringens finansplan från januari 1991. Där skrev finansministern och regeringen att inflationsbekämpningen skulle överordnas andra politiska mål.

Beskedet återspeglades i neddragningen av anslagen till beredskapsarbeten med 40 procent i budgeten. Under våren 1991 steg arbetslösheten månad för månad och det var tydligt att regeringen inte på samma sätt som tidigare prioriterade full sysselsättning.

Detta var den första stora omläggningen av stabiliseringspolitiken. Nu gällde inflationsbekämpning, och medlet var fast valutakurs. Omläggningen var väl förberedd, dels genom erfarenheter av tidigare misslyckanden, dels genom den debatt om stabiliseringspolitiken som hade inletts i USA under 1970-talet. Den ekonomiska politikens möjligheter att genom interventioner stabilisera sysselsättningen hade där ifrågasatts i en rad forskningsresultat som förmedlats till Sverige, bland annat av ekonomgruppen knuten till SNS konjunkturråd.

Nu gällde inflationsbekämpning, och medlet var fast valutakurs.

Men den gamla politiken hade också förlorat i trovärdighet genom ”stagflationen” på 1970-talet, efter första oljekrisen, när Sverige kanske mer än andra länder sökte överbrygga en konjunkturedgång genom en rad stimulansåtgärder för att hålla uppe efterfrågan. Produktionsstöd och lagerstöd är ett par exempel.

Den traditionella keynesianska efterfrågepolitiken råkade således i vanrykte, både av teoretiska skäl och på grund av erfarenheterna från 1970-talet. Men det som inträffade på 1970-talet var en utbudschock – genom snabbt stigande oljepriser – och inte en efterfrågechock. Efterfrågestimulans och lagerstöd var därför knappast de rätta metoderna för att möta denna störning. Keynesiansk politik användes i fel situation. Likväl bidrog dessa erfarenheter till att keynesianismen kom i vanrykte.

Keynesiansk politik användes i fel situation. Likväl bidrog dessa erfarenheter till att keynesianismen kom i vanrykte.

Från inledningen av 1991 gällde nu ett prisstabilitetsmål. Detta var överordnat målet full sysselsättning, och medlet var en fast valutakurs. Arbetsgivare och fack skulle tvingas ta konsekvenserna av överdrifter i lönebildningen. Valutakursen skulle hållas. Om lönekostnaderna steg utöver det utrymme som skapades av produktivitetstillväxten och prisutvecklingen på de internationella marknaderna skulle arbetslösheten tillåtas stiga. Staten skulle inte längre ackommodera störningar, vare sig genom devalveringar eller via de offentliga utgifterna.

Det torde vara överflödigt att närmare gå in på perioden januari 1991–november 1992. Fast valutakurs och fria kapitalrörelser är knappast förenliga, vilket visas av flera exempel på hur sådana regimer fallit: Skandinavien och Storbritannien hösten 1992, EU:s ERM-system 1993, Mexico 1994–95, Sydostasien 1997, Ryssland 1998 och Brasilien 1999.

Med fria kapitalrörelser måste man i stället besluta sig för en flytande valutakurs och ett inflationsmål (eller penningmängdsmål). De enda alternativen tycks vara en oåterkallelig bindning av valutan genom ett ”currency board”-arrangemang eller genom en fullt ut genomförd valutaunion.

**I januari 1993 tillkännagav
Riksbanken inflationsmålet som 2
procents inflation, ± 1 procentenhet.
Målet skulle uppnås 1995.**

I januari 1993 tillkännagav Riksbanken inflationsmålet som 2 procents inflation, ± 1 procentenhet. Målet skulle uppnås 1995.

Detta var den andra stora omläggningen av stabiliseringspolitiken: Sverige etablerade ett inflationsmål och accepterade samtidigt

en flytande växelkurs. Omläggningen hade tvingats fram både av den internationella utvecklingen med avregleringar av kapitalmarknaderna, även i Sverige, och inte minst av de misslyckade försöken med korporativt samarbete och stabiliseringspolitiska interventioner. Regeringen kunde i själva verket se tillbaka på 15 år av havererad stabiliseringspolitik. Rekonstruktionen genomfördes 1993–95, och tog således tre år.

Beträffande det misslyckade kronförsvaret bör man i rättvisans namn påpeka att erfarenheterna av fria kapitalrörelser inte var särskilt omfattande i Sverige i detta skede. Regering och Riksbank, liksom ekonomer och politiska bedömare i Sverige, hade helt enkelt begränsade kunskaper om villkoren för ekonomisk politik i en globaliserad värld.

Den nya stabiliseringspolitiska regimen

Riksbanken formulerade själv målet för penningpolitiken i januari 1993. Inflationen skulle således hållas vid 2 procent per år, med ett toleransintervall på 1 procentenhet uppåt och neråt. Målet är symmetriskt. Det är lika viktigt att föra upp inflationen till 2 procent, när den faktiska inflationen ligger under målet, som det är att bringa ned inflationen, när den är högre än målet.

Formuleringen kan förefalla enkel, men den väcker många praktiska frågor vilkas svar ingalunda är självklara:

1. Hur ska inflationen mätas: med KPI, BNP-deflatorn eller med något annat mått på prisutvecklingen?
2. Ska Riksbanken ha fler mål än prisstabilitet?
3. Ska politiken inriktas på att styra penningmängden eller inflationen direkt?
4. Hur skapas förtroende för Riksbankens politik och förväntningar om låg inflation?

I. INFLATIONSMÅTTET

Riksbankens mål har i lag formulerats på följande sätt:

”Målet för Riksbankens verksamhet ska vara att upprätthålla ett fast penningvärde. Riksbanken ska också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.”

Det första målet har alltså preciserats av Riksbanken. Det andra målet, stabiliteten i betalningssystemet, fordrar en bevakning av ”infrastrukturen” i betalningssystemet och av de större penninginstitut, som skulle kunna utgöra en systemrisk för betalningssystemet. Det andra målet är föga känt, men viktigt, och det kommer att fortsatt hanteras av Riksbanken, även om Sverige blir medlem i valutaunionen EMU.

Riksbanken har valt att mäta inflationen med konsumentprisindex, KPI. Det är ett mått som har vissa nackdelar, men det har också den stora fördelen att vara relativt väl känt bland allmänheten. ”Inflation” uppfattas av allmänheten just som en trendmässig försämring av penningvärdet, mätt i termer av KPI.

En av nackdelarna med KPI är att måttet i sig påverkas av den politik Riksbanken bedriver. Om inflationen är låg, och rentav riskerar att övergå i deflation, behöver ekonomin stimuleras. Riksbanken sänker då styrräntan för att höja aktiviteten och kapacitetsutnyttjandet i ekonomin.

Men det första som då händer är att inflationen sänks ytterligare, eller rentav övergår i deflation, därför att räntorna faller och boendekostnaderna blir lägre. Dessa ingår nämligen i KPI. Det är först efter en viss fördröjning som aktivitetsnivån och inflationen påverkas åt rätt håll – något som kan leda till missbedömningar av den politik Riksbanken för.

Ett annat exempel på problem med KPI är följande: om regeringen stramar åt finanspolitiken med en momshöjning stiger KPI, eftersom momsen direkt påverkar inflationen.

Det kan inte alltid vara korrekt att strama åt penningpolitiken och höja räntan för att inflationen har höjts genom en momshöjning. På lite sikt kommer ju momshöjningen att dämpa efterfrågan och sänka aktivitetsnivån och kapacitetsutnyttjandet. Därmed kommer också inflationen att dämpas av momshöjningen, även om detta tar vägen över en prisnivåhöjning – märk väl förutsatt att inflationsförväntningarna inte påverkas. Då uppstår ett annat läge. Men sådana åtgärder, ränteförändringar och skatteförändringar, resulterar dock normalt i engångseffekter på prisnivån.

Detta visar att KPI-utvecklingen måste tolkas och analyseras noga vid utformningen av penningpolitiken. Tillfälliga effekter på prisnivån bör inte utlösa

KPI-utvecklingen måste tolkas och analyseras noga vid utformningen av penningpolitiken.

förändringar i penningpolitiken. Riksbanken studerar därför en rad andra index som inte har KPI:s svagheter i de avseenden som här berörts.

Ett harmoniserat index, HIKP, håller på att utformas för hela EU-området. Det används redan av den europeiska centralbanken, ECB. HIKP omfattar för övrigt inte ränteförändringar, däremot indirekta skatter och subventioner.

Ett annat index, UNDI_X, mäter den ”underliggande” inflationen, genom att också, utöver ränteeffekterna, exkludera de direkta effekterna av indirekta skatter.

Genom att studera sådana index och jämföra med KPI kan Riksbanken skaffa sig en god uppfattning om tillfälliga effekter av den ekonomiska politiken vilka inte bör föranleda penningpolitiska förändringar.

Det betyder å andra sidan att Riksbanken i förväg ska kunna informera om att inflationen kommer att avvika från målet 2 procent på grund av sådana temporära effekter.

2. SKA RIKSBANKEN HA FLER MÅL ÄN INFLATIONEN?

När det gäller stabiliseringspolitiken har Riksbanken en uppgift enligt lag, nämligen att verka för en stabil prisnivå, vilket Riksbanken tolkar som 2 procents inflation. Att banken inte syftar till konstanta priser har främst att göra med att priser och, alldeles särskilt så, löner, är trögrörliga nedåt. Det skulle därför vara svårt att ändra relativpriser och relativlöner om prisnivån i genomsnitt vore konstant. Riksbanken skulle också tid efter annan tvingas föra en deflationistisk politik, om konstanta priser vore målet.

Dessutom vet vi att kvalitetsförbättringar, som återspeglas i stigande priser, inte mäts på ett riktigt sätt av olika prisindex. En viss (låg) uppmätt inflation kan faktiskt motsvara prisstabilitet, om hänsyn tas till att den tekniska utvecklingen ständigt förbättrar kvaliteten på varor och tjänster.

En penningpolitisk förändring verkar med störst effekt först efter sex till åtta kvartal.

Penningpolitiska åtgärder fungerar med en betydande eftersläpning. Den rådande uppfattningen är att en penningpolitisk förändring verkar med störst effekt först efter sex till

åtta kvartal. Detta innebär en betydande svårighet när det gäller att bedriva penningpolitik, liksom när det gäller att utvärdera den förda politiken.

Penningpolitiken måste alltså utformas med hänsyn till en bedömning av inflationen på ett till två års sikt. Därför gör Riksbanken med jämna mellanrum inflationsprognoser för denna tidshorisont. Penningpolitiken styrs därmed av ett intermedieärt mål, nämligen inflationsprognoserna.

Det vore orimligt att omedelbart försöka återföra inflationen till 2 procent om den hastigt skulle öka väsentligt över den nivån. Det skulle fordra en dramatisk sänkning av *kapacitetsutnyttjandet* och en motsvarande försämring av *arbetsmarknadsläget*.

Riksbanken väger alltså in läget på arbetsmarknaden och den reala aktiviteten i ekonomin i sina bedömningar. Det finns på kort sikt ett utbytesförhållande mellan stabiliteten i inflationstakten och stabiliteten i den reala ekonomin. En oeftergivlig och mycket snäv stabilisering av inflationstakten kring 2 procent skulle därför tillfälligt kunna leda till realekonomisk instabilitet.

Av just detta skäl är målhorisonten definierad som mellan ett och två år. Under denna tid strävar Riksbanken efter att gradvis uppfylla inflationsmålet, genom en instyrning av inflationen mot 2 procent, med ledning av inflationsprognoserna, som ju görs med samma framförhållning.

På lång sikt, däremot, råder inget utbytesförhållande mellan inflation och sysselsättning. En låg och stabil inflation ger förutsättning för snabb tillväxt och hög sysselsättning,

**En låg och stabil inflation ger
förutsättning för snabb tillväxt och
hög sysselsättning.**

enligt erfarenheter från tidigare perioder, såsom de två första decennierna efter andra världskriget. Den nu pågående utvecklingen synes bekräfta den hypotesen.

Man kan därför säga att arbetslöshet och kapacitetsutnyttjande direkt påverkar Riksbankens penningpolitik, så till vida att måluppfyllelsen för inflationen åstadkoms gradvis inom en period på två år i syfte att undvika alltför stora svängningar i realekonomin, i sysselsättning och i kapacitetsutnyttjandet i övrigt .

Men arbetslöshet och kapacitetsutnyttjande påverkar även i sig inflationen och ingår därför också som element i inflationsprognoserna. Dessa faktorer spelar därmed en indirekt roll för Riksbankens penningpolitik.

Växelkursen är inget mål för Riksbankens politik, men även den har både direkta och indirekta effekter på inflationen. En appreciering av växelkursen får, allt annat lika, en omedelbart dämpande effekt på importpriserna. Eftersom importpriserna ingår i KPI minskar då också inflationen.

Indirekt påverkar växelkursen inflationen genom att påverka efterfrågan. En höjd real växelkurs minskar exporten och sänker därmed aktivitetsnivån, med en viss eftersläpning. Denna indirekta effekt tenderar att sänka inflationen på lite längre sikt.

Även utbudet påverkas på sikt av växelkursen, genom att denna (först) påverkar import- och exportpriserna, vilket så småningom också kan få spridning till övriga priser och till lönerna.

Genom växelkursens direkta och indirekta effekt på inflationen spelar växel-

kursen därför en roll för Riksbankens politik i de fall då en växelkursförändring förväntas bli, eller de facto blir, bestående.

Riksbanken studerar vidare olika mått på *penningmängdens* utveckling, liksom *bankutlåningen*. Dessa storheter har olika grad av samvariation med inflationen, men med tämligen lång eftersläpning i tiden.

Kapacitetsutnyttjandet, inflationsförväntningarna och växelkursen är de viktigaste bestämmande faktorerna bakom inflationsprognoserna.

Sammantaget kan man säga att kapacitetsutnyttjandet, inflationsförväntningarna och växelkursen är de viktigaste bestämmande faktorerna bakom inflationsprognoserna. Så såg alltså huvudinnehållet ut i den stabiliseringspolitiska regim som upprättades efter 1992. Den 1 januari 1999 gjordes Riksbanken formellt självständig från politiskt inflytande och styrs sedan dess av en direktion med sex ledamöter, vilket i viss mån förändrat förutsättningarna för bankens agerande.

3. SKA PENNINGPOLITIKEN STYRA PENNINGMÄNGDEN ELLER INFLATIONEN DIREKT?

Några centralbanker, tidigare den tyska Bundesbank och nu den europeiska centralbanken, ECB, har ett, låt vara något otydligt, penningmängdsmål för politiken. Ambitionen hos dessa banker har varit och är att nå inflationsmålet genom att försöka styra tillväxten i penningmängden. I själva verket finns stora likheter mellan de två metoderna – att inrikta sig på penningmängden och att inrikta sig på inflationen.

Centralbankernas redskap är reporäntan, som kan varieras för att påverka penningmängd eller inflation. Penningmängden kan lika lite som inflationen mekaniskt styras av reporäntan. När en centralbank inriktar sig på penningmängden eller på inflationen arbetar den i båda fallen med ett så kallat intermediärt mål, eftersom inflationsstyrning utgår från en inflationsprognos som kan komma att avvika från den faktiska inflationen, på samma sätt som penningmängdens tillväxt kan avvika från inflationen

Det visar sig att skillnaden mellan de två ansatserna i praktiken är obetydlig. Banker med ett inflationsmål studerar även utvecklingen av penningmängden när de bedömer inflationsprognoserna. Banker som säger sig ha ett penningmängdsmål släpper detta utan vidare när det uppenbart leder fel med hänsyn till de inflationsprognoser som även dessa banker arbetar med.

4. FÖRTROENDET

Det ligger en stor fördel i att publicera en inflationsprognos. Allmänheten kan då se hur banken bedömer inflationen om ett till två år, hur väl underbyggd prognosen är och hur politiken bedrivs i relation till den prognos som gjorts.

Riksbankens uppdrag, att upprätthålla ett fast penningvärde, har banken fått av medborgarna genom beslut i riksdagen. För

Riksbanken kan naturligtvis inte föra en politik som går emot folkviljan.

det ändamålet har Riksbanken fått en viss självständighet, så kallad medelsjälvständighet. Men Riksbanken kan naturligtvis inte föra en politik som går emot folkviljan. Banken har fått sitt mandat av svenska folket genom lagar stiftade av riksdagen. Mandatet kan när som helst ändras av riksdagen.

Riksbanken ansvarar direkt inför riksdagen för sin politik genom att två gånger om året för riksdagens finansutskott redogöra för sin politik. Riksdagens sanktionsmöjlighet är att varje år kunna byta ut en direktionsledamot, eftersom direktionens ledamöter har varierande mandattider. Riksbanksfullmäktiges ordförande och vice ordförande följer direktionens arbete genom närvarorätt och yttranderätt vid direktionens sammanträden.

Man följer därmed gängse demokratisk tradition, där delegation av makt åtföljs av möjligheter till utkrävande av ansvar. Genom att Riksbanken är öppen om sitt mål, om sina prognoser och om de bedömningar som görs av direktionen, kan ett förtroende skapas för Riksbankens politik bland politiker, bland investerare och bland allmänheten.

5. FINNS DET ALTERNATIV?

Sverige har således i grunden ändrat sin stabiliseringspolitik. Från en inriktning mot full sysselsättning som högsta prioritet har politiken lagts om för att skapa stabilitet: låg inflation ska erbjuda den ekonomiska miljö inom vilken den fulla sysselsättningen ska återvinnas.

Målet ”prisstabilitet” är delegerat till en självständig Riksbank, i stället för att som tidigare regeringen samordnade finans- och penningpolitiken för att uppnå både full sysselsättning och prisstabilitet. Den fulla sysselsättningen eftersträvas nu genom långsiktig ekonomisk tillväxt.

Den fulla sysselsättningen eftersträvas nu genom långsiktig ekonomisk tillväxt.

Sverige är inte ensamt om att ändra uppläggningsen av den ekonomiska stabiliseringspolitiken. En likartad omläggning har skett i land efter land – faktiskt mycket sent i vårt eget – varvid avregleringen av de finansiella marknaderna nationellt och internationellt spelat en avgörande roll.

Sveriges ekonomiska framgångar under detta sekel är resultatet av öppenhet gentemot omvärlden, stor utrikeshandel och framväxten av stora multinationella företag. Det skulle inte ha varit möjligt att utan mycket stora kostnader för Sverige välja en helt annan väg än liberalisering av valutalagstiftningen och kapitalmarknaden. Därför kan man säga att det inte funnits några gångbara alternativ till den nya utformningen av den ekonomiska politiken.

Men därmed är också sagt, att när den nuvarande ekonomiska ordningen förändras, kommer även Sverige att följa med strömmen. Ingen ekonomisk-politisk regim varar i evighet. Man kan urskilja åtminstone fem distinkta regimer/epoker i vårt land under detta sekel.

Mellan 1873 och 1931 gällde guldmyntfoten i Sverige. Den var visserligen suspenderad under första världskriget och fram till 1924, när Sverige återknöt till den vid 1914 års prisnivå, efter en brutal deflationsprocess.

Guldmyntfoten var en internationell ordning med fritt flöde av guld mellan länderna, där de enskilda valutorna stod i ett fast förhållande till guldmetallet. Den konstruktionen gav hela systemet en deflationistisk tendens. Ett land som expanderade för kraftigt förlorade guldreserver och tvingades strama åt. Länder som förde en stram politik, kunde däremot ackumulera guld utan sanktion.

Frankrike och USA ackumulerade guld genom en restriktiv efterfrågepolitik, med stora svårigheter för andra länder som Storbritannien, vilka tappade reserver. Alla länder började därför föra en restriktiv politik, med arbetslöshet som resultat. Till slut tvingades Storbritannien att koppla loss från guldmetallet 1931, vilket lindrade depressionen där, jämfört med i USA och Frankrike. Sverige följde Storbritannien i spåren och släppte guldanknytningen. Även i Sverige blev depressionen relativt lindrig.

Efter guldmyntfotens sammanbrott gav sig Sverige åren 1931–37 in på ett intressant experiment, som har likheter med Riksbankens nuvarande politik. Målet för Riksbanken formulerades av regeringen så att Riksbanken skulle använda alla till buds stående medel för att ”bevara den svenska kronans inhemska köpkraft”. Riksbanken eftersträvade konstant prisnivå – ”price level targeting”, med modern terminologi.

Ett prisnivåmål tvingar till bakåtblickande när man vill återföra prisnivån till den målsatta, något som kan tvinga fram deflation och lågt kapacitetsutnyttjande.

Med ett inflationsmål bemödar sig en centralbank att återgå till den målsatta inflationstakten när avvikelser sker från målet. Med ett mål för prisnivån ”ärver” centralbanken däremot tidigare misslyckanden i sina försök att återupprätta den målsatta prisnivån.

Detta är ett svårare aktstycke än att sikta mot ett inflationsmål, när banken

bara behöver blicka framåt. Ett prisnivåmål tvingar i stället till bakåtblickande när man vill återföra prisnivån till den målsatta, något som kan tvinga fram deflation och lågt kapacitetsutnyttjande.

Bretton Woods-systemet, som upprättades efter andra världskriget, var i grunden en guldmyntfot, eftersom USA:s centralbank löste in dollar till ett fast guldpris och eftersom medlemsländernas valutor stod i fasta förhållanden till dollarn.

Skillnaden i förhållande till under mellankrigstiden var att det nu fanns en internationell organisation, Internationella valutafonden, IMF, som bistod medlemsländerna med krediter vid bytesbalansproblem. Vid fundamentala förändringar av konkurrensförutsättningarna tilläts växelkursjusteringar. Bretton Woods var därför ett internationellt system för fasta men justerbara växelkurser.

Det var också keynesianismens höjdpunkt vad gäller påverkan på världsekonomin. Den ekonomiska stabiliseringspolitiken, finans- och penningpolitiken, samordnades i syfte att genom diskretionär aktivism uppnå både full sysselsättning och stabila priser. I de flesta länder hade regeringarna hela ansvaret för den ekonomiska politiken, men i USA var centralbanken mer oberoende av regeringsmakten (presidenten och kongressen) än i Europa.

Men även Bretton Woods-systemet hade en "bias", precis som guldmyntfoten under mellankrigstiden. Bytesbalansunderskott tvingade fram åtstramning. Bytesbalansöverskott, däremot, var inte förenade med sanktioner. Keynes, som var en av konstruktörerna, ville införa en symmetri i systemet med förslaget att medlemsländer skulle få införa tullar på importen från länder med systematiska bytesbalansöverskott. Förslaget föll på USA:s motstånd.

Bretton Woods-systemet bröt ihop 1971 av helt andra skäl än av tendensen till restriktiv politik. USA upphävde nämligen dollarns konvertibilitet mot guld, efter en period av starkt expansiv penning- och finanspolitik, inte minst för att finansiera Vietnamkriget. Förtroendet för dollarn föll och centralbankerna i världen började lösa in dollartillgångarna mot guld.

Efter Bretton Woods-systemet upplösning knöt Sverige kronan till D-markszonen 1976. Året efter började Riksbanken stabilisera kronan mot en så kallad valutakorg, ett index där vikterna i huvudsak svarade mot de olika ländernas andelar i den svenska utrikeshandeln (utom för dollarn, som gavs dubbel vikt). 1991 knöts kronan ensidigt till räkneenheten inom EU, den så kallade ecun.

I motsats till förhållandet under Bretton Woods-systemet kunde enskilda länder tiden därefter devalvera sin valuta helt på eget bevåg. Den stabiliseringspolitiska aktivismen stod på sin höjdpunkt. Full sysselsättning var det högst prioriterade målet. Den disciplinerande faktor som Bretton Woods-systemet hade utgjort

I motsats till förhållandet under Bretton Woods-systemet kunde enskilda länder tiden därefter devalvera sin valuta helt på eget bevåg.

från hösten 1976 till hösten 1982. Stabiliseringspolitiken var ensidigt inriktad på full sysselsättning, utan mycket hänsyn till inflationen.

Den här oklara regimen, med skiftande valutapolitiska mål och utan svensk anknytning till något system som ERM-samarbetet, föll hösten 1992, när kronan efter heroiska försök att hävda normen om fast valutakurs tilläts att finna sitt marknadsvärde. Redan i januari 1993 hade Riksbanken utformat den regim som nu råder, nämligen att stabilisera inflationen vid 2 procent.

Varje system har dolda svagheter, vilka förr eller senare avslöjas.

Olika regimer är förenade med olika problem som efter en tid, ofta något decennium, framtvingar regimförändringar. Varje system har dolda svagheter, vilka förr eller senare avslöjas.

Låt oss kortfattat se på Sveriges regimbyten. Guldmyntfoten bröt ihop därför att den hade en deflationistisk "bias". De deltagande länderna kom inte till rätta med arbetslösheten eftersom verkningarna av att samla på sig och att förlora guldreserver var asymmetriska.

Sveriges sju år av "price level targeting" ersattes av regleringar och krigsförberedelser i samband med det förestående världskriget.

Bretton Woods upplöstes genom USA:s åtgärder, vilka låg utanför svensk kontroll.

Den oklara regim som därefter följde i Sverige medförde accelererande inflation och allt mer principlös ekonomisk-politisk aktivism. Det slutade i politisk kris 1990. Under flera år hade då också avregleringar genomförts på allt fler områden, vilket undergrävde den rådande regimens möjlighet att bestå.

Den nu gällande regimen i vårt land har varit i kraft i sex år. Den ser ut att bli framgångsrik vad gäller dess huvudsakliga mål, att stabilisera priserna. Svagheten är den kvardröjande arbetslösheten.

Det är omöjligt att förutse regimens fortsatta öde. Men sett till hela EU, som ett gemensamt penningpolitiskt område där Sverige ingår (bortsett från valutaunionen), kan svagheter som liknar guldmyntfotens epok befaras. Den så kallade stabilitetspakten, som också Sverige honorerar, innebär sanktioner mot länder

genom de internationella överenskommelserna om valutastabilitet fanns inte längre.

Den internationella inflationen accelererade. Inflationen blev ett normaltillstånd och inflationsförväntningarna byggdes in i ekonomierna. Sverige devalverade fem gånger

som drar på sig budgetunderskott större än 3 procent av BNP. Det finns däremot inga sanktioner mot länder som fortlöpande har budgetöverskott.

Sverige har vid ett par tillfällen under efterkrigstiden dragit på sig budgetunderskott överstigande 10 procent av BNP. Även andra länder har tidvis haft underskott mycket större än 3 procent av BNP.

Samtidigt är penningpolitiken delegerad till en självständig centralbank, ECB, som visserligen dunkelt formulerat sina mål, och som inte öppet redovisar sina bedömningar, men vars strävan är prisstabilitet.

Frågan om de destabiliserande internationella kapitalrörelserna är olöst, även om ett internationellt samarbete nu utvecklas för klarare regler och kontroller.

Denna regim kan ha inneboende svagheter, som ännu ej uppdagats. Den kan tänkas komma att stabilisera priser och offentliga finanser mer än den reala ekonomin och sysselsättningen. Den nuvarande konstruktionen med den europeiska centralbanken, en valuta, en ränta i hela området och med stabilitetspakten har ännu inte utsatts för prövning i en kris.

Å andra sidan kan den politik som bedrivs inom regimens regelverk misslyckas. Det nuvarande regelverket för den ekonomiska politiken bygger på föreställningen att välstånd och välfärd bäst uppnås genom att utnyttja marknadsekonomins fördelar. Men ingen vet

vilken konstellation av regeringar som kommer att styra i EU-länderna och vilka störningar som kan komma att drabba länderna inom unionen. Regimen kan komma att brytas sönder av felaktig ekonomisk politik.

Vi är som sagt nu inne på den femte stabiliseringspolitiska regimen i vårt land. Ingen regim varar i evighet.

Ingen vet vilken konstellation av regeringar som kommer att styra i EU-länderna och vilka störningar som kan komma att drabba länderna inom unionen.



Notiser

7,6 miljarder kronor till staten

Riksbanksfullmäktige har beslutat föreslå riksdagen att 7,6 miljarder kronor av Riksbankens vinst för 1998 ska levereras till staten. Enligt riksbankslagen är det riksdagen som fastställer vinstdispositionen för Riksbanken medan fullmäktige lämnar förslaget till riksdagen.

Upphör med premieobligationer

Riksbanken har beslutat avveckla sin premieobligationsverksamhet. Det innebär att vinstavstämpling, depåförvaring samt handel med premieobligationer på andrahandsmarknaden upphörde den 30 april.

Bakgrunden är ett principbeslut att Riksbankens verksamhet ska koncentreras till myndighetsrollen. Riksbanken har gjort bedömningen att premieobligationshandel på en konkurrensutsatt, kommersiell marknad inte är förenligt med myndighetsrollen.

Mot den här bakgrunden kommer de åtta lokalkontor som i dag är öppna för allmänheten att stängas för allmänheten senast den 1 juni 1999. Dessa kontor finns i Stockholm, Mölndal, Malmö, Jönköping, Linköping, Örebro, Härnösand och Luleå. Beslutet påverkar inte den verksamhet på lokalkontoren som riktar sig mot banker, post och handel.

JP Bank slutar som primary dealer

Riksbanken har accepterat JP Banks begäran att upphöra att vara primary dealer gentemot Riksbanken på penning- och obligationsmarknaden. Beslutet trädde i kraft den 9 mars 1999.

Riksbankens primary dealers är:

på valutamarknaden, 11 st: ABN AMRO Bank N.V., Chase Manhattan Bank NA, Citibank N.A., Crédit Agricole Indosuez, FöreningsSparbanken, HS-BC Midland, MeritaNordbanken, SEB, Svenska Handelsbanken, UBS AG och Unibank.

på penningmarknaden, 8 st: ABN AMRO Bank N.V., Danske Bank Consensus, E. Öhman J:or Fondkommission AB, FöreningsSparbanken, MeritaNordbanken, SEB, Svenska Handelsbanken och Unibank.

Utländska aktier för 574 miljarder

Svenska placerares innehav av utländska portföljaktier och fondandelar uppgick vid utgången av 1998 till 574 miljarder kronor. Jämfört med motsvarande tidpunkt 1997 har innehavet ökat med 170 miljarder. Detta framgår av en enkät om svenskars ägande av utländska portföljaktier som Riksbanken årligen genomför. Den största andelen av aktieinnehavet, cirka 38 procent, är placerad i USA.

Tumba Bruk testtryckte eurosedlar

Tumba Bruk har testtryckt eurosedlar enligt Europeiska centralbankens specifikationer inför tekniska jämförelser av sedlar tryckta i olika länder. I dessa sedlar försöker man få in alla säkerhetsdetaljer som moderna sedlar kräver. Eurosedlar ska ha en högre säkerhetsstandard än dagens sedlar.

Kalendarium

1997-01-02 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till 2,5 procent med verkan fr.o.m. den 3 januari 1997.

1997-04-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till oförändrat 2,5 procent.

1997-07-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till oförändrat 2,5 procent.


1997-10-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till oförändrat 2,5 procent.

1997-12-11 Riksbankschefen beslutar höja den *fasta reporäntan* från 4,10 procent till 4,35 procent att gälla fr.o.m. den 17 december 1997. Den repa som läggs den 16 december kommer, till följd av jul- och nyårshelgerna, att löpa i fyra veckor t.o.m. 14 januari 1998.

1998-01-02 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till oförändrat 2,5 procent.

1998-04-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till oförändrat 2,5 procent.

1998-06-04 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 4,35 procent till 4,10 procent att gälla fr.o.m. den 9 juni 1998.



1998-07-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till 2,0 procent med verkan fr.o.m. den 2 juli 1998.

1998-11-03 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 4,10 procent till 3,85 procent att gälla fr.o.m. den 4 november 1998.

1998-11-12 Riksbanken beslutar sänka *in- och utlåningsräntan* med 0,5 procentenheter vardera. Inlåningsräntan sätts till 3,25 procent och utlåningsräntan till 4,75 procent. Beslutet träder i kraft den 18 november 1998.

1998-11-24 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 3,85 procent till 3,60 procent att gälla fr.o.m. den 25 november 1998.

1998-12-15 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 3,60 procent till 3,40 procent att gälla fr.o.m. den 16 december 1998.

1999-01-04 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till 1,5 procent med verkan fr.o.m. den 5 januari 1999.

1999-01-15 Riksbankschefen fastställer den *fasta reporäntan* till 3,40 procent. Beslutet förnyas den 29 januari att gälla t.o.m. den 17 februari.

1999-02-12 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 3,40 till 3,15 procent att gälla fr.o.m. den 17 februari 1999.

1999-02-12 Riksbanken beslutar sänka *in- och utlåningsräntan* med 0,5 procentenheter vardera. Inlåningsräntan sätts till 2,75 procent och utlåningsräntan till 4,25 procent. Beslutet träder i kraft den 17 februari 1998.

1999-03-25 Riksbankschefen beslutar sänka den *fasta reporäntan* från 3,15 till 2,90 procent att gälla fr.o.m. den 31 mars 1999.

1999-04-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till 1,0 procent med verkan fr.o.m. den 6 april 1999.

Riksbanken yttrar sig

Avgivna yttranden

Riksbankens fullmäktige har under 1997 och 1998 avgivit yttranden över följande betänkanden, utredningar och skrivelser:

1997-02-06 Betänkandet Sverige och EMU (SOU 1996:58). Avgivet till Finansdepartementet.

02-06 Rättschefspromemorian Riksbankens ställning, analys av behovet av grundlagsändringar. Avgivet till Finansdepartementet.


03-06 Betänkandet Bostadspolitik 2000 (SOU 1996:156). Avgivet till Inrikesdepartementet.

03-20 Betänkandet Ansvaret för valutapolitiken (SOU 1997:10). Avgivet till Finansdepartementet.

03-20 Remiss angående JAK Medlemsbanks oktrojansökan. Avgivet till Finansdepartementet.

04-24 Slutbetänkande Översyn av redovisningslagstiftningen (SOU 1996:157). Avgivet till Justitiedepartementet.

08-14 Departementspromemorian Riksbankens ställning (Ds 1997:50). Avgivet till Finansdepartementet.



08-14 Betänkandet Statsskuldspolitiken (SOU 1997:66). Avgivet till Finansdepartementet.

10-02 Ansökan om tillstånd att verkställa fusionsplan mellan Sparbanken Sverige AB och Föreningsbanken AB. Avgivet till Finansdepartementet.

1998-01-15 Departementspromemorian Lag om kontoföring av finansiella instrument (Ds 1997:76). Avgivet till Finansdepartementet.

02-05 Betänkandet Redovisning och aktiekapital i euro och annan utländsk valuta (SOU 1997:181). Avgivet till Justitiedepartementet.

02-19 Betänkandet Säkrare obligationer (SOU 1997:110). Avgivet till Finansdepartementet.

03-05 Departementspromemorian AP-fonden och det reformerade ålderspensionssystemet (Ds 1998:7). Avgivet till Finansdepartementet.

03-19 Promemorian om ny beslutsordning på bank- och försäkringsområdet. Avgivet till Finansdepartementet.

03-19 Departementspromemorian om ändringar i lagen om Sveriges riksbank. Avgivet till Finansdepartementet.

10-15 Betänkandet Kommunala finansförbund (SOU 1998:72). Avgivet till Finansdepartementet.

10-29 Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldshöllning för 1999. Avgivet till Finansdepartementet.

Tabeller

| | | |
|---|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1 | Riksbankens tillgångar och skulder | 67 |
| 2 | Penningmängd | 68 |
| 3 | Av Riksbanken bestämda räntesatser | 69 |
| 4 | Kapitalmarknadsräntor | 69 |
| 5 | Dagslåne- och penningmarknadsräntor | 70 |
| 6 | Internationella räntor och ränta på statskuldväxlar | 71 |
| 7 | Kronans kurs mot teoretisk ECU, TCW-vägt index och MERM-vägt index samt vissa valutakurser | 72 |
| 8 | Effektiv nominell växelkurs | 73 |
| 9 | Terminsmarknad för utländsk valuta | 73 |

Aktuell statistik från Riksbanken redovisas även på Internet (<http://www.riksbank.se>). Tidpunkter för publicering av statistik över Riksbankens balansräkning och valutareserv samt finansmarknads- och betalningsbalansstatistik tillkännages på Internationella valutafondens, IMF:s, hemsida (<http://dsbb.imf.org>). Publiceringstidpunkter kan även erhållas från Riksbankens informationscentral.

1

Riksbankens tillgångar och skulder

| Tillgångar | | Valuta-reserv | Inhemska statspapper | Utlåning till banker | Anläggnings-tillgångar | Övriga tillgångar | Summa |
|------------|-------|---------------|----------------------|----------------------|------------------------|-------------------|---------|
| 1997 | Juli | 102 787 | 56 152 | 43 | 1 203 | 17 374 | 177 559 |
| | Aug | 101 005 | 56 172 | 1 156 | 1 205 | 18 467 | 178 005 |
| | Sept | 109 393 | 56 203 | 1 375 | 1 210 | 13 358 | 181 539 |
| | Okt | 116 233 | 56 677 | 2 349 | 1 218 | 9 805 | 186 282 |
| | Nov | 103 904 | 57 007 | 1 048 | 1 224 | 27 495 | 190 678 |
| | Dec | 90 228 | 53 811 | 4 118 | 1 242 | 37 347 | 186 746 |
| 1998 | Jan | 92 654 | 54 081 | 3 464 | 1 245 | 35 780 | 187 224 |
| | Feb | 78 329 | 53 672 | 192 | 1 182 | 54 429 | 190 265 |
| | Mars | 82 954 | 43 335 | 9 | 1 186 | 58 587 | 188 532 |
| | April | 103 679 | 35 651 | 102 | 1 193 | 50 208 | 193 294 |
| | Maj | 107 781 | 36 828 | 1 504 | 1 199 | 41 432 | 191 205 |
| | Juni | 106 248 | 35 808 | 4 | 1 207 | 45 601 | 191 205 |
| | Juli | 110 112 | 36 052 | 1 014 | 1 215 | 39 078 | 190 274 |
| | Aug | 115 613 | 37 526 | 71 | 1 222 | 32 992 | 189 885 |
| | Sept | 130 597 | 34 885 | 19 | 1 230 | 21 222 | 190 414 |
| | Okt | 127 619 | 35 118 | 756 | 1 237 | 26 450 | 193 641 |
| | Nov | 124 234 | 34 784 | 4 664 | 1 248 | 28 015 | 195 406 |
| | Dec | 113 464 | 35 576 | 2 265 | 1 151 | 43 594 | 198 614 |
| 1999 | Jan | 113 875 | 36 086 | 1 | 1 162 | 44 617 | 195 757 |
| | Feb | 142 998 | 32 862 | 730 | 1 094 | 38 977 | 216 678 |
| | Mars | 130 172 | 33 376 | 1 997 | 1 104 | 52 872 | 219 538 |

Skulder

| Skulder | | Utelöpande sedlar och mynt | Riksbanks-certifikat | Bankernas inlåning i Riksbanken | Eget kapital | Övriga skulder | Summa |
|---------|-------|----------------------------|----------------------|---------------------------------|--------------|----------------|---------|
| 1997 | Juli | 73 583 | – | 1 016 | 32 239 | 70 721 | 177 559 |
| | Aug | 75 182 | – | 59 | 32 239 | 70 525 | 178 005 |
| | Sept | 74 320 | – | 955 | 32 239 | 74 025 | 181 539 |
| | Okt | 74 783 | – | 2 849 | 32 239 | 76 411 | 186 282 |
| | Nov | 75 889 | – | 76 | 32 239 | 82 474 | 190 678 |
| | Dec | 82 795 | – | 1 967 | 32 239 | 69 745 | 186 746 |
| 1998 | Jan | 77 559 | – | 114 | 32 239 | 77 312 | 187 224 |
| | Feb | 76 621 | – | 925 | 32 211 | 66 257 | 190 265 |
| | Mars | 76 680 | – | 392 | 32 211 | 65 998 | 188 532 |
| | April | 76 417 | – | 220 | 32 211 | 70 195 | 193 294 |
| | Maj | 77 096 | – | 1 460 | 37 162 | 75 487 | 191 205 |
| | Juni | 77 669 | – | 951 | 37 162 | 75 547 | 191 205 |
| | Juli | 78 002 | – | 66 | 37 162 | 75 044 | 190 274 |
| | Aug | 79 203 | – | 1 665 | 37 162 | 73 175 | 189 885 |
| | Sept | 78 275 | – | 3 377 | 37 162 | 71 600 | 190 414 |
| | Okt | 78 991 | – | 120 | 37 162 | 77 368 | 193 641 |
| | Nov | 79 633 | – | 50 | 37 162 | 78 561 | 195 406 |
| | Dec | 86 268 | – | 1 679 | 37 162 | 73 505 | 198 614 |
| 1999 | Jan | 81 539 | – | 653 | 37 162 | 76 403 | 195 747 |
| | Feb | 80 470 | – | 95 | 49 848 | 86 265 | 216 678 |
| | Mars | 81 609 | – | 1 188 | 49 848 | 86 893 | 219 538 |

2

Peningmängd. Stockuppgifter ultimo

Miljoner kronor

| | Tolv månaders procentuell förändring | | | | |
|-------|--------------------------------------|---------|-------|-----|------|
| | M0 | M3 | M0 | M3 | |
| 1997 | | | | | |
| Jan | 67 503 | 791 513 | Jan | 5,3 | 7,4 |
| Feb | 67 490 | 783 635 | Feb | 5,8 | 7,4 |
| Mars | 68 683 | 807 482 | Mars | 7,4 | 6,5 |
| April | 67 473 | 788 247 | April | 5,4 | 4,3 |
| Maj | 67 527 | 794 077 | Maj | 5,1 | 4,1 |
| Juni | 68 101 | 807 112 | Juni | 4,7 | 5,3 |
| Juli | 66 763 | 791 753 | Juli | 5,0 | 3,2 |
| Aug | 68 623 | 804 033 | Aug | 4,0 | 4,6 |
| Sep | 68 118 | 799 854 | Sep | 3,7 | 2,1 |
| Okt | 68 556 | 799 604 | Okt | 5,7 | 3,4 |
| Nov | 69 762 | 807 415 | Nov | 4,6 | 1,3 |
| Dec | 74 380 | 826 242 | Dec | 3,0 | 1,3 |
| 1998 | | | | | |
| Jan | 70 751 | 821 712 | Jan | 4,8 | 3,8 |
| Feb | 70 434 | 806 800 | Feb | 4,4 | 3,0 |
| Mars | 69 560 | 802 877 | Mars | 1,3 | -0,6 |
| April | 70 181 | 807 368 | April | 4,0 | 2,4 |
| Maj | 70 783 | 814 796 | Maj | 4,8 | 2,6 |
| Juni | 71 118 | 829 968 | Juni | 4,4 | 2,8 |
| Juli | 71 369 | 835 079 | Juli | 6,9 | 5,5 |
| Aug | 73 042 | 835 199 | Aug | 6,4 | 3,9 |
| Sep | 71 954 | 838 568 | Sep | 5,6 | 4,8 |
| Okt | 73 041 | 846 579 | Okt | 6,5 | 5,9 |
| Nov | 73 929 | 852 805 | Nov | 6,0 | 5,6 |
| Dec | 78 139 | 843 416 | Dec | 5,1 | 2,1 |
| 1999 | | | | | |
| Jan | 74 940 | 855 180 | Jan | 5,9 | 4,1 |
| Feb | 74 621 | 855 448 | Feb | 5,9 | 5,8 |

3 Av Riksbanken bestämda räntesatser

Procent

| | Datum | Reporänta | Inlåningsränta | Utlåningsränta | | Datum | Diskonto |
|------|-------|-----------|----------------|----------------|------|-------|----------|
| 1996 | 06-26 | | 5,25 | 6,75 | 1993 | 01-05 | 9,00 |
| | 07-03 | 5,90 | | | | 04-02 | 7,00 |
| | 07-17 | 5,70 | | | | 07-02 | 6,00 |
| | 07-31 | 5,55 | | | | 10-08 | 5,00 |
| | 08-14 | 5,40 | | | 1994 | 01-04 | 4,50 |
| | 08-21 | | 4,75 | 6,25 | | 07-04 | 5,50 |
| | 08-28 | 5,25 | | | | 10-04 | 7,00 |
| | 09-11 | 5,15 | | | 1995 | 07-04 | 7,50 |
| | 09-25 | 5,05 | | | | 10-06 | 7,00 |
| | 10-09 | 4,95 | | | 1996 | 01-03 | 6,00 |
| | 10-23 | 4,80 | | | | 04-02 | 5,50 |
| | 10-30 | 4,60 | 4,25 | 5,75 | | 07-02 | 4,50 |
| | 11-27 | 4,30 | | | | 10-02 | 3,50 |
| | 12-11 | | 3,75 | 5,25 | 1997 | 01-03 | 2,50 |
| | 12-18 | 4,10 | | | 1998 | 07-02 | 2,00 |
| 1997 | 12-17 | 4,35 | | | 1999 | 01-05 | 1,50 |
| 1998 | 06-10 | 4,10 | | | | | |
| | 11-04 | 3,85 | | | | | |
| | 11-18 | | 3,25 | 4,75 | | | |
| | 11-25 | 3,60 | | | | | |

4 Kapitalmarknadsräntor

Effektiva årsräntor till säljkurs. Månadsgenomsnitt, procent

| | | Obligationer emitterade av | | | | Bostadsinstitut (Caisse) | | |
|-------|-------|----------------------------|------|------|---------|--------------------------|------|------|
| | | Staten | | | | | | |
| | | 3 år | 5 år | 7 år | 9-10 år | 2 år | 5 år | |
| 1997 | April | 5,47 | 6,27 | 6,51 | 7,24 | 5,28 | 6,78 | |
| | Maj | 5,38 | 6,09 | 6,33 | 6,99 | 5,20 | 6,62 | |
| | Juni | 5,27 | 5,92 | 6,15 | 6,80 | 5,09 | 6,41 | |
| | Juli | 5,13 | 5,64 | 5,86 | 6,44 | 5,04 | 6,09 | |
| | Aug | 5,33 | 5,82 | 6,00 | 6,53 | 5,24 | 6,27 | |
| | Sep | 5,26 | 5,70 | 5,86 | 6,38 | 5,15 | 6,13 | |
| | Okt | 5,42 | 5,76 | 5,86 | 6,22 | 5,36 | 6,19 | |
| | Nov | 5,57 | 5,88 | 5,98 | 6,30 | 5,56 | 6,42 | |
| | Dec | 5,46 | 5,71 | 5,77 | 6,03 | 5,55 | 6,29 | |
| | 1998 | Jan | 5,15 | 5,33 | 5,49 | 5,65 | 5,56 | 5,81 |
| | | Feb | 5,02 | 5,19 | 5,36 | 5,53 | 5,37 | 5,63 |
| | | Mars | 4,95 | 5,06 | 5,18 | 5,35 | 5,27 | 5,44 |
| April | | 4,88 | 4,99 | 5,05 | 5,21 | 5,16 | 5,31 | |
| Maj | | 4,83 | 4,98 | 5,04 | 5,20 | 5,08 | 5,25 | |
| Juni | | 4,46 | 4,70 | 4,79 | 4,97 | 4,70 | 4,96 | |
| Juli | | 4,36 | 4,61 | 4,71 | 4,88 | 4,58 | 4,88 | |
| Aug | | 4,39 | 4,60 | 4,66 | 4,80 | 4,68 | 4,99 | |
| Sept | | 4,37 | 4,56 | 4,63 | 4,79 | 4,72 | 5,15 | |
| Okt | | 4,35 | 4,53 | 4,68 | 4,75 | 4,71 | 5,30 | |
| Nov | | 3,94 | 4,19 | 4,47 | 4,59 | 4,18 | 4,79 | |
| Dec | | 3,64 | 3,86 | 4,12 | 4,25 | 3,89 | 4,46 | |
| 1999 | Jan | 3,38 | 3,59 | 3,87 | 4,02 | 3,59 | 4,14 | |
| | Feb | 3,36 | 3,67 | 4,01 | 4,18 | 3,52 | 4,13 | |
| | Mars | 3,39 | 3,80 | 4,25 | 4,44 | 3,55 | 4,29 | |
| | April | 3,12 | 3,53 | 3,99 | 4,25 | 3,26 | 3,99 | |

5

Dagslåne- och penningmarknadsräntor

Månadsgenomsnitt, procent

| | | Repo- ränta | Dags- låne- ränta | SSVX | | | Företagscertifikat | |
|------|-------|----------------|-------------------------|-------|-------|--------|--------------------|-------|
| | | | | 3 mån | 6 mån | 12 mån | 3 mån | 6 mån |
| 1997 | Jan | 4,10 | 4,20 | 3,76 | 3,81 | 3,90 | 3,95 | 4,00 |
| | Feb | 4,10 | 4,20 | 3,93 | 4,00 | 4,11 | 4,13 | 4,20 |
| | Mars | 4,10 | 4,20 | 4,13 | 4,23 | 4,42 | 4,34 | 4,43 |
| | April | 4,10 | 4,20 | 4,03 | 4,15 | 4,52 | 4,24 | 4,35 |
| | Maj | 4,10 | 4,20 | 4,09 | 4,20 | 4,57 | 4,30 | 4,40 |
| | Juni | 4,10 | 4,20 | 4,05 | 4,15 | 4,44 | 4,28 | 4,37 |
| | Juli | 4,10 | 4,20 | 4,06 | 4,21 | 4,40 | 4,36 | 4,46 |
| | Aug | 4,10 | 4,20 | 4,17 | 4,33 | 4,40 | 4,45 | 4,60 |
| | Sep | 4,10 | 4,20 | 4,11 | 4,25 | 4,63 | 4,37 | 4,53 |
| | Okt | 4,10 | 4,20 | 4,23 | 4,41 | 4,78 | 4,49 | 4,68 |
| | Nov | 4,10 | 4,20 | 4,31 | 4,51 | 5,13 | 4,59 | 4,79 |
| | Dec | 4,19 | 4,29 | 4,42 | 4,70 | 5,06 | 4,70 | 4,99 |
| 1998 | Jan | 4,35 | 4,45 | 4,41 | 4,55 | 4,82 | 4,67 | 4,59 |
| | Feb | 4,35 | 4,45 | 4,33 | 4,51 | 4,71 | 4,56 | 4,73 |
| | Mars | 4,35 | 4,45 | 4,48 | 4,56 | 4,72 | 4,68 | 4,76 |
| | April | 4,35 | 4,45 | 4,47 | 4,58 | | 4,66 | 4,76 |
| | Maj | 4,35 | 4,45 | 4,49 | 4,51 | | 4,67 | 4,23 |
| | Juni | 4,18 | 4,28 | 4,20 | 4,20 | 4,26 | 4,39 | 4,38 |
| | Juli | 4,10 | 4,20 | 4,11 | 4,11 | | 4,29 | 4,30 |
| | Aug | 4,10 | 4,20 | 4,19 | 4,23 | | 4,37 | 4,39 |
| | Sept | 4,10 | 4,20 | 4,19 | 4,18 | 4,26 | 4,36 | 4,36 |
| | Okt | 4,10 | 4,20 | 4,20 | 4,18 | | 4,36 | 4,34 |
| | Nov | 3,83 | 3,93 | 3,82 | 3,75 | | 4,00 | 3,96 |
| | Dec | 3,51 | 3,61 | 3,45 | 3,51 | 3,53 | 3,65 | 3,69 |
| 1999 | Jan | 3,40 | 3,50 | 3,27 | 3,25 | | 3,45 | 3,46 |
| | Feb | 3,30 | 3,40 | 3,14 | 3,16 | | 3,31 | 3,35 |
| | Mars | 3,14 | 3,24 | 3,13 | 3,18 | 3,17 | 3,30 | 3,33 |
| | April | 2,90 | 3,00 | 2,87 | 2,90 | | 3,04 | 3,07 |

6

Internationella räntor och ränta på statsskuldväxlar

Enkel årsränta. Månadsgenomsnitt, procent

| | | 3-månadersplaceringar | | | | | 6-månadersplaceringar | | | | |
|------|-------|-----------------------|------|------|------|------|-----------------------|------|------|------|------|
| | | USD | DEM | EUR | GBP | SSVX | USD | DEM | EUR | GBP | SSVX |
| 1997 | Jan | 5,58 | 3,13 | | 6,47 | 3,76 | 5,67 | 3,14 | | 6,66 | 3,81 |
| | Feb | 5,50 | 3,19 | | 6,35 | 3,93 | 5,60 | 3,19 | | 6,49 | 4,00 |
| | Mars | 5,62 | 3,29 | | 6,42 | 4,13 | 5,79 | 3,30 | | 6,54 | 4,23 |
| | April | 5,81 | 3,25 | | 6,48 | 4,03 | 5,99 | 3,29 | | 6,74 | 4,15 |
| | Maj | 5,80 | 3,20 | | 6,54 | 4,09 | 5,97 | 3,26 | | 6,72 | 4,20 |
| | Juni | 5,77 | 3,16 | | 6,77 | 4,05 | 5,89 | 3,22 | | 6,91 | 4,15 |
| | Juli | 5,72 | 3,16 | | 7,05 | 4,06 | 5,81 | 3,23 | | 7,24 | 4,21 |
| | Aug | 5,69 | 3,28 | | 7,25 | 4,17 | 5,82 | 3,42 | | 7,37 | 4,33 |
| | Sep | 5,67 | 3,34 | | 7,29 | 4,11 | 5,80 | 3,48 | | 7,43 | 4,25 |
| | Okt | 5,73 | 3,65 | | 7,36 | 4,23 | 5,80 | 3,78 | | 7,46 | 4,41 |
| | Nov | 5,83 | 3,78 | | 7,71 | 4,31 | 5,87 | 3,89 | | 7,77 | 4,51 |
| | Dec | 5,89 | 3,76 | | 7,69 | 4,42 | 5,94 | 3,84 | | 7,77 | 4,70 |
| 1998 | Jan | 5,62 | 3,57 | | 7,57 | 4,41 | 5,67 | 3,67 | | 7,57 | 4,55 |
| | Feb | 5,61 | 3,53 | | 7,53 | 4,33 | 5,63 | 3,62 | | 7,52 | 4,50 |
| | Mars | 5,63 | 3,54 | | 7,53 | 4,48 | 5,67 | 3,72 | | 7,55 | 4,56 |
| | April | 5,66 | 3,63 | | 7,47 | 4,47 | 5,71 | 3,73 | | 7,46 | 4,58 |
| | Maj | 5,66 | 3,61 | | 7,47 | 4,49 | 5,73 | 3,72 | | 7,45 | 4,51 |
| | Juni | 5,67 | 3,56 | | 7,70 | 4,20 | 5,72 | 3,66 | | 7,74 | 4,20 |
| | Juli | 5,64 | 3,55 | | 7,77 | 4,11 | 5,72 | 3,63 | | 7,83 | 4,11 |
| | Aug | 5,63 | 3,51 | | 7,70 | 4,19 | 5,68 | 3,59 | | 7,69 | 4,23 |
| | Sept | 5,47 | 3,50 | | 7,45 | 4,19 | 5,39 | 3,56 | | 7,33 | 4,18 |
| | Okt | 5,18 | 3,48 | | 7,05 | 4,20 | 4,97 | 3,45 | | 6,83 | 4,18 |
| | Nov | 5,24 | 3,56 | | 6,79 | 3,82 | 5,06 | 3,51 | | 6,55 | 3,75 |
| | Dec | 5,14 | 3,26 | | 6,27 | 3,45 | 5,00 | 3,22 | | 5,97 | 3,51 |
| 1999 | Jan | 4,88 | | 3,04 | 5,74 | 3,27 | 4,89 | | 2,99 | 5,52 | 3,25 |
| | Feb | 4,87 | | 3,02 | 5,38 | 3,14 | 4,93 | | 2,97 | 5,25 | 3,16 |
| | Mars | 4,89 | | 2,98 | 5,26 | 3,13 | 4,97 | | 2,93 | 5,17 | 3,18 |
| | April | 4,87 | | 2,63 | 5,17 | 2,87 | 4,94 | | 2,62 | 5,12 | 2,90 |

Kronans kurs mot teoretisk ECU, TCW-vägt index och MERM-vägt index samt vissa valutakurser

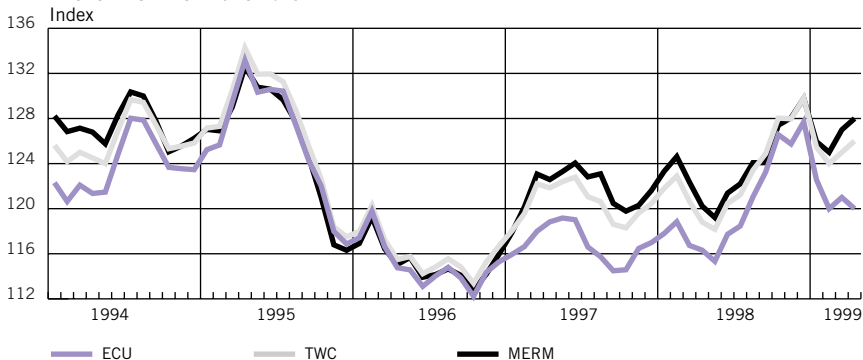
Månadsgenomsnitt

| | | ECU-index | TCW-index | MERM-index | SEK per | | | USD per | |
|------|-------|-----------|-----------|------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| | | | | | USD | 100 DEM | 100 JPY | DEM | JPY |
| 1997 | Jan | 115,93 | 118,02 | 117,84 | 7,06 | 440,02 | 5,99 | 1,60 | 117,83 |
| | Feb | 116,63 | 119,55 | 120,15 | 7,40 | 442,22 | 6,02 | 1,67 | 122,93 |
| | Mars | 119,00 | 122,20 | 123,07 | 7,65 | 450,95 | 6,25 | 1,70 | 122,57 |
| | April | 118,83 | 121,85 | 122,56 | 7,68 | 449,31 | 6,12 | 1,71 | 125,56 |
| | Maj | 119,17 | 122,40 | 123,29 | 7,67 | 450,73 | 6,46 | 1,70 | 118,61 |
| | Juni | 119,02 | 122,79 | 124,05 | 7,74 | 448,77 | 6,78 | 1,73 | 114,29 |
| | Juli | 116,60 | 121,06 | 122,82 | 7,81 | 436,41 | 6,78 | 1,79 | 115,24 |
| | Aug | 115,74 | 120,63 | 123,09 | 8,00 | 433,89 | 6,78 | 1,84 | 117,88 |
| | Sept | 114,49 | 118,62 | 120,47 | 7,70 | 430,56 | 6,38 | 1,79 | 120,73 |
| | Okt | 114,58 | 118,36 | 119,78 | 7,57 | 430,99 | 6,26 | 1,76 | 120,96 |
| | Nov | 116,47 | 119,62 | 120,29 | 7,56 | 436,58 | 6,04 | 1,73 | 125,18 |
| | Dec | 116,99 | 120,44 | 121,51 | 7,78 | 438,03 | 6,01 | 1,78 | 129,49 |
| 1998 | Jan | 117,79 | 121,66 | 123,30 | 8,01 | 441,26 | 6,20 | 1,82 | 129,50 |
| | Feb | 118,84 | 122,89 | 124,62 | 8,08 | 445,30 | 6,43 | 1,81 | 125,69 |
| | Mars | 116,74 | 120,65 | 122,35 | 7,97 | 436,38 | 6,18 | 1,83 | 129,00 |
| | April | 115,32 | 118,81 | 120,23 | 7,82 | 431,37 | 5,93 | 1,81 | 132,13 |
| | Maj | 115,33 | 118,17 | 119,21 | 7,69 | 433,42 | 5,70 | 1,77 | 134,96 |
| | Juni | 117,73 | 120,47 | 121,38 | 7,91 | 441,36 | 5,62 | 1,79 | 140,15 |
| | Juli | 118,46 | 121,22 | 122,20 | 7,98 | 444,30 | 5,68 | 1,80 | 140,63 |
| | Aug | 121,04 | 123,41 | 124,08 | 8,13 | 447,30 | 5,48 | 1,79 | 144,68 |
| | Sept | 123,25 | 124,88 | 124,68 | 7,91 | 464,26 | 5,88 | 1,70 | 134,57 |
| | Okt | 126,56 | 128,03 | 127,40 | 7,85 | 479,02 | 6,49 | 1,64 | 120,78 |
| | Nov | 125,74 | 127,97 | 128,06 | 7,99 | 475,49 | 6,64 | 1,68 | 120,35 |
| | Dec | 127,70 | 129,83 | 129,79 | 8,05 | 482,79 | 6,86 | 1,67 | 117,24 |
| 1999 | Jan | 122,57 | 125,46 | 125,95 | 7,82 | 464,45 | 6,92 | 1,69 | 113,16 |
| | Feb | 120,37 | 124,00 | 125,18 | 7,95 | 455,54 | 6,82 | 1,75 | 116,72 |
| | Mars | 120,81 | 125,43 | 127,09 | 8,22 | 457,34 | 6,87 | 1,80 | 119,64 |
| | April | 120,50 | 125,73 | 127,88 | 8,32 | 455,88 | 6,97 | 1,83 | 119,72 |

Anmärkning. Bas för ECU-index är centralkursen mot ecun per den 17 maj 1991. Bas för MERM-vägt och TCW-vägt index är den 18 november 1992.

8

Effektiv nominell växelkurs



Anmärkning. Bas för ECU-index är centralkursen mot ecun per den 17 maj 1991. Bas för Merm-vägt och TCW-vägt index är 18 november 1992.

9

Terminsmarknad för utländsk valuta

Terminsposition, netto mot auktoriserad valutahandlare i utländsk valuta. Miljoner kronor, ultimo för perioden

| | | Allmänhet | | Utländsk bank | Riksbanken | Totalt |
|------|-------|------------|--------------|---------------|------------|-----------|
| | | Svensk (1) | Utländsk (2) | Netto (3) | Netto (4) | (1+2+3+4) |
| 1998 | Jan | -212 998 | -22 001 | 140 364 | - 262 | - 94 897 |
| | Feb | -186 583 | -18 304 | 119 476 | 1 382 | - 84 029 |
| | Mars | -192 115 | -19 175 | 142 227 | 5 | - 69 058 |
| | April | -186 239 | -17 669 | 122 320 | 397 | - 81 191 |
| | Maj | -174 575 | -47 495 | 133 608 | 0 | - 88 462 |
| | Juni | -220 387 | -23 274 | 112 675 | 0 | -130 986 |
| | Juli | -218 997 | -22 052 | 129 587 | 0 | -111 462 |
| | Aug | -284 131 | -27 586 | 201 845 | 0 | -109 872 |
| | Sept | -239 370 | -26 312 | 178 740 | 0 | - 86 942 |
| | Okt | -283 253 | -29 446 | 157 158 | 0 | -155 541 |
| | Nov | -304 235 | -26 910 | 158 008 | 0 | -173 137 |
| | Dec | -274 469 | -16 164 | 129 535 | 0 | -161 098 |
| 1999 | Jan | -251 675 | -11 774 | 189 845 | 0 | - 73 604 |

Tidigare utgivna specialartiklar

| | |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|
| 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>Roberg 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 marknadsrisker | <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 |
| Statsskuden, 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 |

| | | |
|------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|--------|
| Pristabilitet 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 bostadsinstituterna 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 |
| Statens 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</i> och <i>Peter Lundkvist</i> | 1997:2 |
| Förväntningar om EMU och ränteutvecklingen <i>Hans Dillén</i> och <i>Martin Edlund</i> | 1997:2 |
| EMU 1999 – en lägesrapport <i>Jonas Eriksson</i> och <i>Loulou Wallman</i> | 1997:2 |
| Riksbanken hushållsenkät 1996: Nyupplåningen ökar <i>Peter Lundkvist</i> | 1997:2 |
| Den svenska repomarknaden <i>Christian Ragnartz</i> och <i>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</i> och <i>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</i> och <i>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</i> och <i>Staffan Viotti</i> | 1998:2 |
| Ska Riksbanken bry sig om aktiepriser? <i>Ossian Ekdahl</i> , <i>Jonas A Eriksson</i> och <i>Felice Marlor</i> | 1998:2 |
| Valutakurser och valutaoptioner som EMU-indikatorer <i>Javiera Aguilar</i> och <i>Peter Hördahl</i> | 1998:2 |
| Value at Risk <i>Lina El Jahel</i> , <i>William Perraudin</i> och <i>Peter Sellin</i> | 1998:2 |
| Effektivitet i betalningssystemet – ett nätverksperspektiv <i>Gabriela Guibourg</i> | 1998:3 |
| Värdepapperisering – en framtida finansieringsform? <i>Martin Blåvarg</i> och <i>Per Lilja</i> | 1998:3 |
| Sambanden mellan konkurrens och inflation <i>Marcus Asplund</i> och <i>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</i> och <i>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</i> och <i>Pär Krause</i> | 1999:1 |
| Optionspriser och marknadens förväntningar <i>Javiera Aguilar</i> och <i>Peter Hördahl</i> | 1999:1 |
| Managing and Preventing Financial Crises <i>Martin Andersson</i> och <i>Staffan Viotti</i> | 1999:1 |