



Penning- och valutapolitik

2003:1

PENNING- OCH VALUTAPOLITIK

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

ANSVARIG UTGIVARE: LARS HEIKENSTEN

REDAKTION: STAFFAN VIOTTI, KERSTIN MITLID

OCH INFORMATIONSAVDELNINGEN

Sveriges riksbank, 103 37 Stockholm.

Telefon 08-787 00 00.

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

Prenumeration på samt lösnummer av tidskriften kan beställas från

Information Riksbanken, 103 37 Stockholm.

E-post info@riksbank.se

Telefax 08-787 05 26.

Publikationen utkommer även i en engelsk version,

Sveriges Riksbank Economic Review.



341 123
Trycksak

Innehåll

■ Är det bra med globalisering? 5

Villy Bergström

Det något vaga begreppet "globalisering" har på senare tid blivit ett "politiskt ord". Politiska rörelser mobiliserar mot globalisering samtidigt som internationella organisationer hävdar att globaliseringen bidrar till ekonomisk tillväxt och till att minska fattigdomen i världen.

■ Nationell stabiliseringspolitik vid ett svenskt medlemskap i EMU 17

Robert Boije och Hovick Shahnazarian

I den ekonomiska litteraturen har det föreslagits att stabiliseringspolitiken borde kunna delegeras till en politiskt oberoende myndighet också då de stabiliseringspolitiska instrumenten är av fiskal natur. Författarna diskuterar vilken betydelse en delegering av de nationella stabiliseringspolitiska besluten skulle få vid ett svenskt medlemskap i EMU och om det finns stabiliseringspolitiska instrument som är mer lämpliga att delegera än andra.

■ Hur påverkas ekonomin av inflationsmålet? 49

Malin Adolfson och Ulf Söderström

Författarna analyserar tre olika samband i ekonomin: inflationens persistens, sambandet mellan inflation och produktionsgap samt växelkursens genomslag på inflationen. Sambanden kan förväntas ha försvagats som en effekt av att inflationsmålet infördes i mitten av 1990-talet. Det visar sig vara svårt att med statistiska metoder säkerställa att sådana förändringar verkligen har skett.

■ Notiser 75

■ Kalendarium 77

■ Riksbanken yttrar sig 79

■ Tabeller 81

■ Tidigare publicerade artiklar 90

■ Är det bra med globalisering?

AV VILLY BERGSTRÖM

Villy Bergström är vice riksbankschef.

Det något vaga begreppet "globalisering" har på senare tid blivit ett "politiskt ord". Politiska rörelser som Attac mobiliserar mot fenomenet globalisering samtidigt som internationella organisationer arbetar med att utveckla det institutionella regelverket omkring globalisering och hävdar att globaliseringen bidrar till ekonomisk tillväxt och till att minska fattigdomen i världen.

Globalisering då och nu

Uppenbarligen handlar globalisering om utvidgad varu- och tjänstehandel mellan länder, om ökad rörlighet för kapitalinvesteringar över landgränser dels genom direktinvesteringar, dels genom internationell finansiering av kapitalbildning i enskilda länder och slutligen om arbetskraftens rörlighet över landsgränser, migration.

Varu- och tjänstehandeln har under de senaste 150 åren – industrialismens epok – i stort sett oupphörligt ökat som andel av världens produktion. I den meningen har globaliseringen pågått länge, dock med avbrott under de två världskrigen och efter den stora depressionen på 1930-talet.

Utvecklingen i Sverige kan tjäna som exempel; utrikeshandeln, såväl exporten som importen, omfattade från 1870-talet fram till slutet av andra världskriget cirka 20 procent av Sveriges BNP. Under efterkrigstiden började utrikeshandeln som andel av BNP stiga. Export och import uppgår nu till över 40 procent vardera av vår samlade produktion. Det betyder att Sverige har varit och är en mycket öppen ekonomi och därmed utsatt för konkurrens på världsmarknaden.

I ett avseende hade globaliseringen vid utbrottet av första världskriget gått längre än nu. Omvälvningarna som då hade inträffat ifråga om transporter och informations-spridning (bland annat järnvägar och telegraf) var mer långtgående än någon gång senare. Före 1914 var kapitalet fritt rörligt över nationsgränserna. Då förekom omfattande direktinvesteringar över nationsgränserna. Det svenska järnvägsnätet byggdes upp och den svenska vattenkraften byggdes ut med hjälp av utländskt kapital.

Under de senaste 150 åren har varu- och tjänstehandeln i stort sett oupphörligt ökat som andel av världens produktion.

Före 1914 förekom omfattande direktinvesteringar över nationsgränserna.

Industrialiseringen av Sverige påskyndades och välståndet ökade genom import av utländskt kapital.

Det har beräknats att det svenska produktiva kapitalbeståndet blev 50 procent större mellan 1870 och 1914 genom import av utländskt kapital än vad det skulle ha varit utan kapitalimporten. Järnvägsinvesteringar binder kapital för lång tid och det gick helt enkelt inte att emittera järnvägsobligationer på den svenska marknaden. Utbudet av långsiktigt sparande var alldeles för litet i Sverige. Redan 1857 gick Riksgäldskontoret ut på den utländska kapitalmarknaden (Tyskland) med det första järnvägslånet. Därefter följde ett halvt sekel med omfattande kapitalimport till Sverige. Industrialiseringen av Sverige påskyndades och välståndet ökade genom import av utländskt kapital. Kapitalinvesteringarna utvecklade produktionsförmågan i Sverige så att ränta och amorteringar kunde betalas och så att det ändå blev ett överskott kvar.¹

Före första världskriget pågick en omfattande emigration. Sverige, till exempel, förlorade en fjärdedel av sin befolkning genom utvandring.

Globalisering är alltså inget nytt. I ytterligare ett viktigt avseende hade den vid utbrottet av första världskriget gått mycket längre än nu. Då var nämligen arbetskraften mer rörlig över nationsgränserna. Före första världskriget pågick en omfattande emigration främst till den amerikanska kontinenten. Sverige, till exempel, förlorade en fjärdedel av sin befolkning genom utvandring. Mellan 1890 och 1910 flyttade 10 procent av världens befolkning permanent från ett land till ett annat. Under det senaste kvartsseket var omflyttningen endast mellan 1 och 2 procent.² Men det blir i dag allt vanligare att studenter från utvecklingsländer far till den industrialiserade världen för att studera. Uppemot 60 procent av alla doktorsexamina i ingenjörsvetenskap, ekonomi och naturvetenskap vid amerikanska universitet tas av utländska studenter, främst från Asien. Många blir sedan kvar efter studierna med "brain drain" som resultat.³

Frihandel genomfördes i Sverige i flera steg genom avveckling av tullar under 1850- och 1860-talet. Kapitalrörelserna blev fria och Sverige anslöt sig till guldstandarden med guldmyntfot 1873, vilket skapade trygghet vid transaktioner över gränserna. Passtånget upphörde, så att fri rörlighet över landsgränserna skapades. Handel, kapitalrörelser, befolkningsomflyttning och informationsnät medförde en snabbt ökande integration av marknaderna för varor, kapital och arbete, som alltså i vissa avseenden gick längre än vad som nu är fallet.⁴

I fortsättningen behandlar jag främst den aspekt av globaliseringen som rör kapitalrörelserna och den finansiella sektorn. Sist tar jag upp något om hur utvecklingsländerna berörs av globaliseringen.

¹ Se Schön (2000).

² Se Dollar & Kraay (2002).

³ Se Bahgwati (2003).

⁴ Se Schön (2000).

Varför är globaliseringen kontroversiell nu?

Det man i allmänhet syftar på när man nu talar om globalisering, och det som är det nya för den senare efterkrigstiden i förhållande till Bretton Woods-systemet – men alltså inte i jämförelse med det sena 1800-talets hushållning – är den ökade rörligheten på kapitalmarknaderna under de senaste 20 åren. Denna hänger samman med avregleringarna av dessa marknader. För Sveriges del började avregleringen av kapitalmarknaderna i mitten av 1980-talet. Kulmen på den svenska avregleringsprocessen nåddes när de sista delarna av valutaregleringarna avskaffades 1989 och kapitalrörelserna över våra gränser därmed blev fria.

Jag tror att avregleringen av kapitalrörelserna över nationsgränserna uppfattas som något nytt och att det är detta som under efterkrigstiden mest förändrat villkoren för den ekonomiska politiken i enskilda länder. Det som folk uppfattar som globalisering är nog just detta i kombination med att den nya informationstekniken gör att alla transaktioner går mycket snabbare än tidigare. Men i allmänhetens uppfattning ingår också att allt fler länder deltar i det internationella handelsutbytet, tillväxten av de multinationella företagen med produktionsenheter i olika länder och att arbetskraften rör sig fritt mellan vissa länder, som exempelvis inom EU.

När valutaregleringen avskaffades i Sverige kunde utländska investerare börja köpa svenska statsobligationer och aktier. Svenskar kunde också börja spara i utländska banker, pensionsförsäkringar och aktier. Tidigare fanns det stora hinder för sådana transaktioner även om de inte var helt omöjliga.

Utländskt ägande av svenska aktier och kronobligationer steg från nästan ingenting 1980 till 1 350 miljarder 2001. När hindren för kapitalet revs ledde det till att svensk politik blev föremål för granskning dag för dag på ett sätt som tidigare knappast var fallet. Minsta antydning till misskötsel av den ekonomiska politiken, som växande budgetunderskott, stigande lönekostnader eller inflationstendenser riskerar leda till att utländska investerare säljer sitt innehav av svenska statsobligationer och aktier. Tecken på misskötsel kan också leda till att svenska hushåll och företag väljer att placera sina pengar utomlands. Det var den mekanismen som gjorde det omöjligt att behålla den fasta växelkursen 1992. Sverige hade ju vid tiden för avregleringarna en dålig historia av hög inflation och andra obalanser. Tvivel om stabilitet i den svenska ekonomin ledde till kapitalutflöde, stigande räntor och krympande valutareserv. Trots massiva stödköp för kronan och 500 procents ränta för bankernas dagslån i Riksbanken var försvaret av växelkursen dömt att misslyckas.

Det man i allmänhet syftar på när man nu talar om globalisering är den ökade rörligheten på kapitalmarknaderna under de senaste 20 åren.

Avregleringen av kapitalrörelserna över nationsgränserna uppfattas som något nytt.

Utländskt ägande av svenska aktier och kronobligationer steg från nästan ingenting 1980 till 1 350 miljarder 2001.

Fast växelkurs: lotteri med bara vinstchanser

Kapitalrörelserna har alltså en disciplinerande effekt på den ekonomiska politiken. Varningssignalerna kommer tidigt genom sämre villkor vid upplåning, räntestegringar och försvagad valutakurs. Men det finansiella kapitalet är mycket flyktigt för att inte säga "nervöst". Liberaliseringarna har också därför många kritiker, och kritiken kan inte utan vidare avfärdas.

Om ett land förlorar investerarnas förtroende kan stora kapitalflöden på kort tid utlösas, något som Sverige fick erfara i början av 1990-talet.

Det är svårt att få fram bra statistik över kapitalflödena men följande iakttagelse kan göras. Handeln med aktier och obligationer över nationsgränsen i USA mer än fördubblades som andel av USA:s BNP mellan 1970 och 1993. Under samma tid steg motsvarande volym från nästan ingenting till tio gånger BNP i Storbritannien. Det är alltså fråga om en enorm ökning av kapitalflödena. Mycket litet av detta har med finansiering av handeln att göra.⁵ Stora kapitalflöden kan på kort tid utlösas om ett land förlorar investerarnas förtroende, något som Sverige fick erfara i början av 1990-talet.

Fria kapitalrörelser är svåra att förena med fast växelkurs.

Fria kapitalrörelser är som sagt svåra att förena med fast växelkurs. Land efter land överger därför fast växelkurs när kapitalmarknaderna liberaliseras eller går med i en valutaunion som euroområdet. Undantag finns, till exempel Danmark, men det landet är inordnat i växelkursregimen ERM2, med mycket stark knytning till euroområdet.

Fast växelkurs inbjuder, vid tecken på övervärdering av en valuta, till spekulation utan risk.

Fast växelkurs inbjuder, vid tecken på övervärdering av en valuta, till spekulation utan risk. Vid början av 1990-talet var Sverige i det läget. Regimen med fast växelkurs signalerade till spekulanterna att valutakursen bara kunde försvagas. Antingen skulle den fasta växelkursen hålla och spekulation mot svenska kronor gå jämnt upp, eller också skulle Riksbanken devalvera. En investerare som lånat till exempel svenska kronor och köpt dollar för lånebeloppet skulle efter en devalvering sitta med skuld i den devalverade kronan och tillgångar i dollar. Själva spekuleringen syftar till att, genom att minska valutareserven, tvinga fram en devalvering med just sådana vinster. Men det som sätter igång spekulanterna är en ekonomi i obalans, till exempel hög statsskuld, svaga statsfinanser eller svag konkurrenskraft på grund av högt kostnadsläge.

Raden av exempel, då spekulation gjort det omöjligt att bevara fast växelkurs, är många. Sverige tvingades som sagt överge försvaret av kronan i november 1992, ERM-samarbetet inom EU med smala band för valutarörelserna bröt samman i augusti 1993, Mexico drabbades 1994-95, Sydostasien 1997, Ryssland 1998, Brasilien 1999, Turkiet 2001 och

⁵ Se Eatwell & Taylor (2000).

Argentina förra året. Alla dessa kriser delar åtminstone en karakteristika – länderna hade fast växelkurs.

Det finns både tekniska och ekonomiska skäl till de omfattande avregleringarna i Sverige och i många andra länder. Dels kom existensen av multinationella företag och den nya tekniken – IT, elektroniska pengar och nya finansiella instrument – att försvåra och omöjliggöra valutareglerna och kapitalmarknadsregleringarna. "Läckagen" genom regleringsbarriärerna blev allt större. Dels hade den ekonomiska politiken nått vägsände, inflationen hade bitit sig fast omkring 8–10 procent per år i Sverige, tillväxten var svag och arbetslösheten tenderade att stiga.

När väl avregleringarna av de finansiella marknaderna kom igång i Sverige gick processen snabbt – på 25 år har vi gått från att ha haft ett av de mest genomreglerade finansiella systemen i västvärlden till ett av de mest fria! Processen har emellertid inte varit smärtfri. Konsekvenserna av de makroekonomiska obalanser som byggts upp under regleringstiden, i kombination med det svenska banksystemets oförmåga att hantera risker i sin utlåning när kreditgivningen släpptes fri, blev minst sagt dramatiska. Det fick vi erfara i början av 1990-talet efter bankkrisen och efter det att den fasta växelkursen övergivits.

KRISHANTERING I STÄLLET FÖR AVSKÄRMNING

Globaliseringen i den mening jag här har talat om den, nämligen som en följd av att kapitalmarknaden liberaliserats, utlöste som nämnts en kris i den svenska ekonomin vid början av 1990-talet. Det skulle ha kunnat leda till återregleringar men så skedde inte. Sverige höll fast vid den nya öppenheten, vilket kan jämföras med hur vårt land reagerade på den djupa reala krisen under 1970-talet. Låt mig därför erinra om de kriser vi haft i den reala ekonomin på grund av sviktande konkurrenskraft och att Sverige trots det förblivit en ekonomi öppen för handel. På 1970-talet drabbades Sverige av kriser inom järn- och stålindustrin samt inom massa- och pappersindustrin. Den svenska varvsindustrin gick i graven. Problemen uppstod på grund av höga svenska lönekostnader och att nya producenter från lågkostnadsländer kom in på marknaden.

Hur regerade vi på dessa kriser? Omfattande rationaliseringar genomfördes, produktionen effektiviserades och företag lades ned. I dag har Sverige en av världens mest effektiva stålindustrier. Likadant är det med den framgångsrika skogsindustrin. Sverige valde inte avskärmning och tullskydd för de blödande industrierna utan effektivisering genom omstrukturering med bevarad öppenhet.

På liknande sätt hanterade Sverige de problem som uppstod när valutan blev övervärderad omkring 1990 så att förtroendet för den fasta

Det finns både tekniska och ekonomiska skäl till de omfattande avregleringarna i Sverige och i många andra länder.

När väl avregleringarna av de finansiella marknaderna kom igång i Sverige gick processen snabbt.

Krisen i den svenska ekonomin vid början av 1990-talet skulle ha kunnat leda till återregleringar men så skedde inte.

Hantering av den finansiella krisen i början av 1990-talet ledde till att det svenska banksystemet i dag förefaller vara bättre rustat än i många andra länder.

växelkursen sviktade. Vårt land hamnade i en valutakris som utlöste en fastighetskris och en kris i banksystemet. I det politiska systemet lades motsättningarna åt sidan och partierna arbetade i samförstånd med sanering av bankerna och sedan sanering av statsfinanserna. Vi valde att inte återreglera kapitalmarknaden utan att, precis som vid den reala krisen på 1970-talet, bevara öppenheten. Hantering av den finansiella krisen i början av 1990-talet ledde till att det svenska banksystemet i dag förefaller vara bättre rustat än i många andra länder.

DE FINANSIELLA MARKNADERNA ÄR VIKTIGA

Finansmarknadens funktioner utvecklas genom att globaliseringen ger tillgång till mer likvida och diversifierade marknader.

I fokus för globaliseringskritiken står som sagt det finansiella systemet. Det är inte lika lätt att direkt se nyttan av det moderna finansiella systemet. Men betalningssystemet är lika viktigt i ett avancerat industri- och tjänstesamhälle som tillgången på energi och ett väl fungerande transportsystem. Och finansmarknadens funktioner – finansiering, riskhantering och betalningsförmedling – utvecklas genom att globaliseringen ger tillgång till mer likvida och diversifierade marknader.

Finanssektorns uppgift är att jämka samman spararnas krav på avkastning och likviditet med investerarnas krav på långsiktig finansiering.

I avancerade samhällen är sparandet i stor utsträckning skilt från investeringsverksamheten. Finanssektorns viktiga uppgift är att jämka samman spararnas krav på avkastning och likviditet med investerarnas krav på långsiktig finansiering. Ofta tar det lång tid från det att en investering görs tills dess att produktionsresultaten kommer ut på marknaden. De hushåll som sparar kan å andra sidan snabbt komma att behöva sina pengar. Detta möjliggörs genom försäljning av sparandet i till exempel aktier och obligationer på marknaderna för andrahandsransaktioner i dessa värdepapper. För att ta ett exempel: Ett företag inom skogsindustrin vill ha långsiktighet vid finansieringen av en ny pappersmaskin, som kanske inte skulle kunna säljas ens på några års sikt om företaget skulle tvingas gå ur investeringen därför att långgivarna kräver sina pengar tillbaka. Företagets emissioner av aktier och/eller obligationer ger denna långsiktighet, genom att värdepapperen kan omsättas på marknaden utan att behöva lösas in av det emitterande företaget.

En annan viktig uppgift för det finansiella systemet är att bringa ned riskerna för både sparare och investerare.

En annan viktig uppgift för det finansiella systemet är att bringa ned riskerna för både sparare och investerare. Att vissa företag kan vara mer riskfyllda än andra företag kan balanseras genom att spararna på en väl differentierad finansmarknad kan sprida sitt sparande på olika former, köpa aktier, obligationer eller fondandelar som i sig själva representerar riskspridning och/eller sätta in en del på banken.

Företag kan gardera sig mot att växelkursen fluktuerar genom att ingå terminskontrakt, som anger när och till vilken kurs framtida intäkter

ska växlas till kronor. Det går också att köpa och sälja varor på termin, så att framtida kostnader och intäkter låses.

När det gäller mindre företag och enskilda hushåll är knappast värdepappersmarknaden ett alternativ till lånefinansiering. I stället tillhandahåller bankerna och försäkringsbolag tjänster till småföretag och hushåll. Banker är så kallade intermediärer som tar emot inlåning som är likvid och omvandlar den till långfristigare utlåning, så att spararnas krav på likviditet kan förenas med det investerande företags behov av långsiktighet.

Betalningsförmedlingen är ett område i snabb förändring. Mindre än 10 procent av alla betalningar i Sverige sker nu med sedlar och mynt. Resten sker genom gireringar i olika system. Ny teknik utvecklas som betalkort och elektroniska pengar, där betalning sker genom bokföring på olika konton, utan att några fysiska pengar är i omlopp.

Globalisering, i betydelsen frihet för finansiella transaktioner över landsgränserna, skapar förutsättningar för de finansiella systemen att bli effektivare i samtliga funktioner som nämnts här. Möjligheten att hitta högavkastande placeringar ökar, möjligheten att sprida riskerna ökar och en stor marknad ökar också likviditeten.

Det är av dessa anledningar som PPM och AP-fonderna placerar en del av våra pensionspengar utomlands. Genom att de svenska pensionsförvaltande institutionerna numera kan placera pengar i utländska aktier och obligationer minskar riskerna för våra framtida pensioner. Vi blir mindre beroende av att Sverige som nation blir ekonomiskt framgångsrik genom att en del av våra pensionspengar placeras i andra länders aktier och obligationer. Men därigenom blir vi också delägare till det lätttröliga kapital, som genast flyr ett land som råkar i ekonomiska svårigheter.

DRABBAS FATTIGA LÄNDER AV GLOBALISERINGEN?

Globaliseringen måste när det gäller de fria kapitalrörelserna bedömas annorlunda för mindre utvecklade ekonomier. Det är också de fattiga ländernas utsatthet i en globaliserad värld som är föremål för proteströrelsernas aktiviteter. Befolkningen i fattiga länder, som exempelvis länderna i Sydostasien, är mer utsatta än befolkningen i utvecklade välfärdssamhällen.

Låt mig erinra om händelserna i Sydostasien 1997. Inhemska banker lånade ut pengar – ofta med statliga garantier – till långsiktiga projekt, som köpcentra, hotellkomplex, flygplatser, motorvägar med mera. Bankerna och företagen finansierade sig genom att ta upp korta lån på de internationella kapitalmarknaderna, som begärde lägre räntor än de inhemska.

Globalisering skapar förutsättningar för de finansiella systemen att bli effektivare.

Globaliseringen måste bedömas annorlunda när det gäller mindre utvecklade ekonomier.

När de utländska investerarna blev nervösa för möjligheterna att de som gjort investeringarna inte skulle klara räntorna så de upp de korta lånen, kapitalet flödade ut och bankerna hamnade i kris. Ingen ränta var hög nog att locka de utländska investerarna att ge nya lån. Valutareserverna sinade och valutakurserna sattes under press. Devalvering blev enda utvägen. Konkurer, bankkriser och massarbetslöshet blev följden. Internationella valutafonden, IMF, ryckte in och förelade länderna hårda villkor, som innefattade finanspolitiska åtstramningar, innan fonden beviljade finansiellt stöd. En stram penningpolitik skulle motverka en alltför kraftig depreciering av valutorna.

IMF har numera byggt ut sin analys av det finansiella systemet och utvecklat kravlistor baserade på denna analys.

Det stora flertalet medborgare, som inte hade något som helst att göra med de missgrepp som ledde fram till krisen, blev utblottade och hamnade i misär, genom att deras inkomster och besparingar förlorade i värde. Stora delar av den framväxande medelklassen i de värst drabbade länderna i Sydostasien blev utblottade. Åtstramningarna har i efterhand kritiserats, då det i Sydostasien ofta var fråga om länder som inte hade besvärande underskott i statsfinanserna eller hög inflation. IMF har medgett att kraven på åtstramning var alltför hårda och har numera byggt ut sin analys av det finansiella systemet och utvecklat kravlistor baserade på denna analys och inte som tidigare enbart på makroekonomiska bedömningar.

Uppgiften för internationella organisationer bör vara att finna regler och metoder att hantera felinvesteringar.

Uppgiften för BIS, IMF, Världsbanken och andra internationella organisationer bör vara att finna regler och metoder dels för att skydda oskyldiga människor från att bli utblottade, dels att lägga risken för felinvesteringar på dem som gör dessa investeringar. Som jag tidigare nämnde pågår för närvarande sådant arbete inom olika internationella organisationer. Det är fråga om regler för bankernas kapitaltäckning, men också om redovisning, revision, finansiell tillsyn, konkurslagstiftning och öppenhet i bedrivandet av penning- och finanspolitik. Syftet är bland annat att de som lånar ut pengarna i högre utsträckning än nu vid eventuella kriser ska tvingas bära kostnaderna för krislösningen, så att de blir försiktigare vid sina investeringsbeslut. Men det är också viktigt att de nämnda organisationerna och de låntagande länderna motverkar korruption och verkar för en öppen demokratisk kultur.

Ett förslag som framförts är att för stater i kris införa något som liknar konkursförfarande för privata företag.

Ett förslag som framförts av Anne Krueger, vicedirektör i IMF, är att för stater i kris införa något som liknar konkursförfarande för privata företag i ett land samt att en regerings internationella skuld amortering skulle kunna uppskjutas för viss tid medan omförhandlingar med landets fordringsägare genomförs. Det så kallade Chapter 11-institutet i den amerikanska konkurslagstiftningen skulle efterliknas internationellt, när regeringar skuldsätter länder. Detta institut skulle hindra okontrollerat kapital-

utflöde genom att tvinga fram "collective action" vid tendenser till problem och möjliggöra en rekonstruktion i ordnade former.⁶

Förslaget har vissa fördelar. Den *moral hazard* som följer av att Valutafonden bistår ett land i kris skulle minska. Långgivare måste noga tänka sig för innan de ger lån. Den som lånar ut pengar skulle också stå för risken och drabbas om en kris uppstår. Men i detta konstaterande ligger också en nackdel; det finns risk för att kapitalutbudet till fattiga utvecklingsländer skulle minska. Faktum är att Valutafonden på senare tid försökt få långgivarna att i större utsträckning än tidigare bära sina förluster, som exempelvis vid hjälpinsatserna för Brasilien och Ecuador. Den nya inställningen har redan reducerat kapitalflödet till utvecklingsländer.⁷

Det senaste årets globaliseringsdebatt har fokuserat på en helt annan fråga, nämligen på orättvisor i inkomstfördelningen i världen. Multinationella företag anses flytta sin produktion till de länder som kan erbjuda de lägsta produktionskostnaderna, har lägst krav på arbetsmiljö och minst omfattande regleringar. Problemen gäller då direktinvesteringar från rika länder i fattiga länder, varvid de fattiga länderna anses bli exploaterade av de utländska kapitalägarna.

När det gäller de mindre utvecklade länderna i världen har det emellertid visat sig att de länder som öppnat sig för konkurrens, för import och export samt för utländska direktinvesteringar har haft en betydligt bättre utveckling än de länder som slutit sig i så kallad imports substitution, alltså de länder som själva försökt bygga upp industrier för alla sina behov. Den ekonomiska forskningen tyder på detta. Sydkorea, Singapore och numera Kina är exempel på mer eller mindre öppna ekonomier, som det nu går mycket bra för, medan Indien länge hade svag tillväxt, därför att landet slöt sig inom sina gränser. Länder som slutit sig inom sina gränser, Nigeria, Ukraina och Pakistan, stannar kvar i förnedrande fattigdom. Länder som tidigare varit utåtriktade med hög levnadsstandard, kan sjunka ner i kriser och elände. Argentina, tidigare ett av världens rikaste länder, som under Juan Perón på 1950-talet avskärmade sig från världsekonomin, är ett exempel.

Att delta i internationellt utbyte ger investeringar och tillgång till ny teknologi samt sprider kunskaper om affärliv och företagsledning. Rätt skött kan fattiga länder, som öppnar sig för omvärlden, uppnå snabbare tillväxt än de industrialiserade länderna genom det som ekonomerna kallar "catching up". Förr eller senare lyfts även de fattigaste länderna upp till högre levnadsstandard med jämnare inkomstfördelning inom länderna.

Det senaste årets globaliseringsdebatt har fokuserat på orättvisor i inkomstfördelningen i världen.

De länder som öppnat sig för utländska direktinvesteringar har haft en betydligt bättre utveckling än de länder som slutit sig i så kallad imports substitution.

⁶ Se översikten i Melander (2002).

⁷ Se Cooper (2002), Soros (2002) och BIS (2002).

Öppenhet är kanske inte ett tillräckligt villkor för tillväxt, men det tycks vara en bidragande faktor, kanske ett nödvändigt villkor.

Effekten av finansiell avreglering är att tillväxten höjs.

Globaliseringen påskyndar omvandlingsprocesserna i en konkurrensutsatt marknadsekonomi, något som kan vändas till en fördel.

Ett exempel på en sådan utveckling är delar av Kina, efter det att landet orienterat sig utåt och liberaliserat sin ekonomi.⁸

Det finns inga entydiga bevis på att öppenhet för internationell handel ökar tillväxten och minskar fattigdomen i utvecklingsländerna. En sak är dock klar; det finns inga tecken på att ökad öppenhet skulle bromsa tillväxten. Samtidigt tycks det vara så att en uppsnabbning av tillväxten ofta varit förenad med liberalisering och att länderna vänt sig utåt i handelspolitiken. Men det är svårt att avgöra den kausala riktningen. Kanske är det ökad tillväxt som drar med sig ökad öppenhet, därför att liberalisering och ökad öppenhet lättare hanteras politiskt när landets resurser ökar. Öppenhet kanske inte är ett tillräckligt villkor för tillväxt, men det tycks vara en bidragande faktor, kanske ett nödvändigt villkor.⁹

I en studie av National Bureau undersökte man effekten av finansiell avreglering på den ekonomiska tillväxten. Studien omfattade 95 länder. Man fann att tillväxten under en femårsperiod höjts med i genomsnitt 1 procentenhet per år genom avreglering. Effekten framkommer främst genom att investeringskvoten höjs genom ökad tillgång på kapital.¹⁰

Men åtminstone övergångsvis kan fattigdomen förvärras hos delar av befolkningen i länder som öppnar sig för handel, därför att fattiga delar av befolkningen har litet skydd mot omstruktureringar och ekonomiska risker.¹¹ När det gäller direktinvesteringar i fattiga länder är det därför viktigt att de grundläggande politiska och ekonomiska institutionerna finns på plats, så att landet kan värja sig mot allianser mellan rika inhemska klickar och utländska storföretag. En grundläggande förutsättning är därvid att korruption bekämpas.

Några slutsatser

I en ekonomi med snabb tillväxt omvandlas ständigt produktionen av varor och tjänster. Kostnadsjakt pågår, omstruktureringar och nedläggningar äger rum, innovationer kommer och ny produktion startar. När, för att ta ett exempel, ett bankkontor drar mer kostnader än det bidrar till intäkterna läggs det ner och banktjänsterna får skötas på andra sätt, ibland till högre kostnader för kunderna men alltid till lägre kostnader för banken. Det är villkoren i en marknadsekonomi. Globaliseringen påskyndar processen genom att höja konkurrenstrycket. Nedläggningar kanske kommer snabbare än de annars skulle ha gjort. Men det hårdnande konkurrenstrycket ger oss andra tjänster. Vi kan till exempel sitta hemma vid

⁸ Se Hansson & Henrekson (1997).

⁹ Se McCulloch, Winters & Cicera (2001) som diskuterar forskningsresultaten på området.

¹⁰ Se Bekaert, Harvey & Lundblad (2001).

¹¹ Se Bourguignon (2002).

datorn och betala räkningar över Internet och göra överföringar mellan lönekonto och banklån. Och vi kan betala med kort. Bankkontoret blir mindre angeläget. Globaliseringen påskyndar processerna vid omvandlingen av produktions- och konsumtionsmönstren i en konkurrensutsatt marknadsekonomi. Den lär inte kunna undvikas och om vi sköter oss kan den vändas till vår fördel. Det har visat sig under de senaste åren.

Låt mig sluta med några funderingar. Jag har pekat på de fördelar vi får av de fria kapitalrörelserna men också på den instabilitet som har följt i avregleringarnas spår och på de kriser som inträffat sedan början av 1990-talet. Fria kapitalrörelser ställer höga krav på ländernas ekonomiska politik. Visar det sig att kriserna blir fler och djupare kan krav på en återgång till regleringar växa sig allt starkare. Krav finns redan och framförs i olika internationella fora. Historien visar att perioder av liberalisering har följts av regleringsperioder. Det är möjligt att de regelverk som de internationella organisationerna arbetar med kommer att stabilisera valuta- och finansmarknaderna men det är också möjligt att någon form av så kallad Tobin-skatt vinner politiskt stöd. Historien har inte tagit slut.

Fria kapitalrörelser ställer höga krav på ländernas ekonomiska politik; de ger fördelar men också instabilitet.

■ Referenser

- Bahgwati, J., (2003), "Borders Beyond Control", Foreign Affairs, January/February.
- Bekaert, G., Harvey, C. R. & Lundblad, C., (2001), "Does Financial Liberalization Spur Growth?", Working Paper 8245, National Bureau of Economic Research, April.
- BIS, (2002), 72nd Annual Report, Graph III.5 sid. 40.
- Bourguignon, F. et al., (2002), "Making Sense of Globalization", CEPR, Policy Paper No. 8, July.
- Cooper, R. N., (2002), "Chapter 11 for Countries?", Foreign Affairs, July/August.
- Dollar, D. & Kraay, A., (2002), "Spreading the Wealth", Foreign Affairs, January/February.
- Eatwell, J. & Taylor, L., (2000), "Global Finance at Risk. The Case for International Regulation", New York.
- Hansson, P. & Henrekson, M., (1997), "Catching Up, Social Capability, Government Size and Economic Growth" i Bergström, V. (ed.) "Government and Growth", FIEF Studies in Labour Markets and Economic Policy, Oxford.
- McCulloch, N., Winters, L. A. & Cicera, X., (2001), "Trade Liberalization and Poverty: A Handbook", CEPR.
- Melander, O., (2002), "Reformering av internationella finanskriser", *Penning- och valutapolitik*, nr 4.
- Schön, L., (2000), "En modern svensk ekonomisk historia", kap. 3, Stockholm.
- Soros, G., (2002), "On Globalization", Oxford, sid. 122–125.

■ Nationell stabiliseringspolitik vid ett svenskt medlemskap i EMU

AV ROBERT BOIJE OCH HOVICK SHAHNAZARIAN

Författarna är verksamma på avdelningen för penningpolitik.

I den ekonomiska litteraturen har det föreslagits att stabiliseringspolitiken borde kunna delegeras till en politiskt oberoende myndighet också då de stabiliseringspolitiska instrumenten är av fiskal natur. De argument som låg bakom delegeringen av penningpolitiken till självständiga centralbanker bör rimligtvis vara relevanta även för stabiliseringspolitik i finanspolitisk regi. Vid ett svenskt medlemskap i EMU kommer det nationella stabiliseringspolitiska ansvaret fullt ut att axlas av finanspolitiken om Sverige skulle komma att utsättas för asymmetriska störningar. I denna artikel diskuterar vi vilken betydelse en delegering av de nationella stabiliseringspolitiska besluten skulle få vid ett svenskt medlemskap i EMU och om det finns stabiliseringspolitiska instrument som är mer lämpliga att delegera än andra. En intressant fråga är om det går att få fram finanspolitiska instrument som är snarlika räntan. Vi visar att en konjunkturberoende variabel beskattning av räntenettet har snarlika effekter som en ändring av räntenivån och att ett sådant instrument kan vara av intresse i ett läge då ett enskilt euroland vill påverka sin egen realränta vid en given nominell euroränta. Vi för också en mer allmän diskussion om när stabiliseringspolitiska åtgärder bör vidtas i ett enskilt euroland.

Robert Boije är fil.dr och rådgivare i finanspolitiska frågor. Han har tidigare varit verksam som kansliråd på Finansdepartementets skatteavdelning. Hovick Shahnazarian är fil. dr och arbetar med makroekonomiska modeller. Han har tidigare varit verksam som ämnesråd på Finansdepartementets skatteavdelning. Författarna vill tacka Lars Calmfors, Magnus Jonsson, Hans Lindblad, Kerstin Mitlid, Ulf Söderström, Staffan Viotti och Kerstin Wallmark för värdefulla synpunkter.

Stabiliseringspolitik – en uppgift för både penning- och finanspolitik

De flesta ekonomer och politiska beslutsfattare är i dag tämligen överens om att det ur välfärdspolitisk synpunkt ligger ett värde i att bedriva stabiliseringspolitik. Relevanta frågor är *vad* det är som ska stabiliseras, *hur* det ska stabiliseras, *vem* som ska stabilisera och *när* det ska stabiliseras.

I praktisk politik brukar det stabiliseringspolitiska målet definieras utifrån mer pragmatiska utgångspunkter i termer av exempelvis produk-

Det finns inget som hindrar att finanspolitik och penningpolitik används samtidigt i stabiliseringspolitiskt syfte.

Stabiliseringspolitiska beslut blir ofta föremål för utdragna politiska förhandlingar.

tionsgap (ett mått på resursutnyttjandet i ekonomin) eller inflation.¹ Det stabiliseringspolitiska målet kan nås med hjälp av antingen finans- eller penningpolitik. I en regim med fast växelkurs brukar finanspolitik anses vara mer effektiv än penningpolitik. I en regim med rörlig växelkurs gäller det omvända. Det finns dock inget som hindrar att finanspolitik och penningpolitik används samtidigt i stabiliseringspolitiskt syfte. Tvärtom kan en kombination av båda instrumenten i vissa situationer vara att föredra.

När det gäller frågan om vem som ska ansvara för stabiliseringspolitiken så har en hel del hänt på det området det senaste decenniet. Historiskt sett har det varit folkvalda institutioner – i Sverige regering och riksdag – som helt haft ansvar för stabiliseringspolitiken. Historiska erfarenheter har visat att stabiliseringspolitik, om den handhas av regering och riksdag, inte nödvändigtvis kommer att bedrivas på ett sätt som stabiliserar konjunktursvängningarna. Olika former av politiska incitament och mållkonflikter kan lägga hinder i vägen för en effektiv stabiliseringspolitik. Beslutsfördröjningen – det vill säga den tid som förflyter mellan det att ett problem observeras till dess att en åtgärd sätts in – riskerar att bli lång då stabiliseringspolitiska beslut ofta blir föremål för utdragna politiska förhandlingar. Detta kan innebära att åtgärder sätts in för sent och att de riskerar att få effekt i "fel" konjunkturläge. Detta kan i sin tur innebära att stabiliseringspolitiken i vissa fall riskerar att bli procyklisk, med vilket menas att den istället för att stabilisera ekonomin bidrar till att förstärka konjunktursvängningarna.² Politiska svårigheter att föra en tillräckligt stram finanspolitik i högkonjunkturer kan också bidra till att statsskulden ökar. Sammantaget riskerar dessa problem leda till att trovärdigheten för stabiliseringspolitikens långsiktiga inriktning blir låg. Dessa argument har föranlett många ekonomer att förespråka penningpolitik och att den delegeras till en oberoende centralbank som inte behöver eller får agera utifrån kortsiktiga politiska hänsyn.³ Som konstaterades inledningsvis borde denna slutsats dock vara betingad av valet av växelkursregim.

Under 1990-talet fick Riksbanken ett tydligt politiskt mandat att självständigt ansvara för penningpolitiken.

Under 1990-talet fick centralbankerna i många länder – även Riksbanken i Sverige – ett tydligt politiskt mandat att självständigt ansvara för penningpolitiken. Ett syfte med detta var just att öka trovärdigheten kring stabiliseringspolitiken. Den nya regimen i Sverige infördes i kölvattnet av de stabiliseringspolitiska misslyckandena på 1970- och 1980-talet. I den proposition (1997/98:40) som låg till grund för Riksbankens – i formell mening – ökade självständighet framhöll regeringen att: "Genom att

¹ I strikt teoretiska modeller är valet av det optimala stabiliseringspolitiska målet avhängigt förekomsten av olika så kallade marknadsimperfectioner, som imperfekt konkurrens och stela priser och löner.

² Dessa problem kan avse både finans- och penningpolitik i det fall regering och riksdag förfogar över båda instrumenten.

³ Se exempelvis Auerbach (2002) och Feldstein (2002a).

delegera ansvaret för utformningen av penningpolitiken till en självständig Riksbank med ett klart angivet prisstabilitetsmål kan politiken ges det långsiktiga perspektiv som skapar förutsättningar för att målet ska vara trovärdigt". De internationella och svenska erfarenheterna av att delegera penningpolitiken till en självständig myndighet är sammantaget hittills goda.

En förutsättning för att stabiliseringspolitiken ska bli effektiv är således att den uppfattas som trovärdig. Förutom problemet med den politiska beslutsprocessens karaktär led stabiliseringspolitiken under 1970- och 1980-talet av att det inte fanns ett tydligt ramverk för stabiliseringspolitiken. Det fanns, något tillspetsat, inga konkreta svar på *vad* det var som skulle stabiliseras, *hur* det skulle stabiliseras och *när* det skulle stabiliseras. Dessa frågor har varit centrala i arbetet med att bygga upp trovärdigheten för penningpolitiken under det senaste decenniet.⁴ Vi kommer att med utgångspunkt från dessa frågor diskutera hur stabiliseringspolitiken skulle kunna utformas vid ett svenskt medlemskap i EMU.

Artikeln är upplagd på följande vis: I de två följande avsnitten diskuteras kortfattat hur förutsättningarna för stabiliseringspolitiken skulle förändras vid ett svenskt medlemskap i valutaunionen. Vi diskuterar här bland annat vilken inverkan en gemensam nominell räntenivå kan ha på realräntan i ett enskilt euroland som utsätts för en asymmetrisk störning i förhållande till resten av euroområdet och hur det nationella stabiliseringspolitiska målet kan utformas i Sverige vid ett medlemskap i valutaunionen. I avsnittet därefter diskuterar vi – mot bakgrund av den inledande diskussionen kring trovärdighetsproblem – vilka fördelar som skulle finnas med att delegera också de stabiliseringspolitiska besluten i finanspolitisk regi till en oberoende myndighet. Därefter diskuterar vi om det finns finanspolitiska instrument som är mer lämpliga att delegera än andra. En sådan diskussion menar vi bör utgå från en mer allmän diskussion om vilka finanspolitiska instrument som är lämpliga ur stabiliseringssynpunkt. Av detta skäl låter vi diskussionen ta sin utgångspunkt i den analys kring olika finanspolitiska instrument som gjordes i betänkandet "Stabiliseringspolitik i valutaunionen" (SOU 2002:16). I avsnittet därefter frågar vi oss om det finns finanspolitiska instrument som i stor utsträckning kan påverka hushållens och företagens beteende på samma sätt som ränteändringar. Vi visar att en konjunkturberoende variabel beskattning av räntenettet har snarlika effekter som en ändring av räntenivån och att ett sådant instrument kan vara av intresse i ett läge då ett enskilt euroland vill påverka sin egen realränta (efter skatt) vid en given nominell euroränta. Vi argumen-

En förutsättning för att stabiliseringspolitiken ska bli effektiv är att den uppfattas som trovärdig.

⁴ Se Riksbankens remissvar, Dnr 02-773-DIR, till betänkandet "Stabiliseringspolitik i valutaunionen", SOU 2002:16.

terar för att ett sådant instrument också har bäring för frågan om det går att delegera finanspolitiska instrument till en oberoende myndighet. I ett avslutande avsnitt diskuterar vi, med utgångspunkt från en analys av Blanchard (2000) och Calmfors med flera (2003), huruvida olika typer av asymmetriska störningar bör föranleda stabiliseringspolitiska åtgärder i ett enskilt euroland.

Ett svenskt medlemskap i valutaunionen

Ett eventuellt svenskt medlemskap i EMU kommer att ändra förutsättningarna för stabiliseringspolitiken.

Ett eventuellt svenskt medlemskap i EMU kommer på nytt att ändra förutsättningarna för stabiliseringspolitiken. Ett ekonomiskt argument för att gå med i en valutaunion är att transaktionskostnaderna minskar då samma valuta kan användas i flera länder samtidigt.⁵ Vid ett svenskt deltagande i EMU frånhänder sig Sverige dock den egna penningpolitiken som nationellt stabiliseringspolitiskt instrument.⁶ Europeiska centralbanken (ECB) svarar för den gemensamma penningpolitiken det vill säga fattar beslut om nivån på styrräntan utifrån en bedömning av den viktade genomsnittliga inflationsutvecklingen i euroområdet. ECB tar vid sina räntebeslut inte hänsyn till om inflationsutvecklingen i ett litet euroland avviker markant från euroområdets genomsnitt.⁷ Enskilda länder kan komma att utsättas för asymmetriska störningar av olika slag. Den gemensamma penningpolitiken hindrar därmed inte att konjunkturen och inflationen i ett enskilt euroland under relativt långa perioder kan komma att avvika markant från euroområdet i övrigt.⁸ Det finns till exempel risk att arbetsmarknadens parter blir mindre återhållsamma då de inte behöver befara att höga löneökningar leder till höjda räntor. Detta problem bör vara särskilt centralt för små medlemsländer för vilka de välfärdspolitiska konsekvenserna kan bli betydande. I Sveriges fall skulle problemet kunna hanteras med finanspolitiska åtgärder.⁹ Detta förutsätter dock att det stabiliseringspolitiska ramverket för finanspolitiken stärks och förtydligas inför ett medlemskap i valutaunionen.

Det finns också ett annat skäl – vid sidan om problemet med asym-

⁵ Se Mundel (1961).

⁶ Sverige frånhänder sig också den rörliga växelkursen som kan ses som en automatisk konjunkturdämpare.

⁷ Med utgångspunkt från Eurostats landvikter avseende 2001 skulle Sveriges vikt i ett (hypotetiskt) sammanvägt HIKP (det prisindex som används inom EMU) bli 2,29 procent (enligt inofficiella beräkningar av Riksbanken). Om dessutom Storbritannien och Danmark räknas med skulle Sveriges vikt bli 1,78 procent. Inflationsutvecklingen i Sverige skulle därmed ha en mycket begränsad inverkan på ECB:s räntebeslut. Vikten blir än mindre när de nya ansökarländerna går med i valutaunionen.

⁸ Studier av inflationstakten i USA har visat att bestående skillnader i inflationstakt på över 1 procentenhet har förekommit under så långa perioder som upp till tio år mellan olika amerikanska storstäder. Se Cecchetti med flera (2000).

⁹ Cooper & Kemp (2002) visar i en formell modell att om finanspolitik används i stabiliseringspolitiskt syfte kan ett medlemskap i en valutaunion vara välfärdshöjande oavsett i vilken utsträckning de olika medlemsländerna drabbas av landsspecifika störningar. Detta förutsätter dock att stabiliseringspolitiken bedrivs på ett effektivt sätt, det vill säga utan den typ av problem i den politiska beslutsprocessen som beskrevs inledningsvis.

metrisk störningar – till varför det kan vara motiverat att ha en nationell stabiliseringspolitisk beredskap vid ett medlemskap i EMU. Exemplet Japan och USA visar att finanspolitisk stimulans kan vara motiverat i "lågränteeconomier" där penningpolitiken har blivit "impotent".¹⁰ Det kan finnas situationer där den gemensamma penningpolitiken i euroområdet också riskerar att bli "impotent". Eftersom det inte finns någon gemensam finanspolitik för euroområdet skulle, i en sådan situation, finanspolitisk stimulans behöva sättas in i varje euroland för sig.

Ett framgångsrikt svenskt medlemskap i valutaunionen kommer också att öka behovet av strukturella reformer av olika slag. Frånvaron av en automatisk stötdämpare i form av en rörlig nominell växelkurs kommer att öka kravet på en ökad nominell löneflexibilitet. Andra reformer som ökar rörligheten på arbetsmarknaden kommer också att vara angelägna. Diskussionen i denna artikel fokuserar enbart på behovet av en kompletterande nationell stabiliseringspolitik vid sidan om den gemensamma penningpolitiken. Vissa ekonomer och debattörer menar att en för stor fokusering på behovet av nationell stabiliseringspolitik riskerar att underminera diskussionen om behovet av strukturella reformer. De menar också att man i första hand bör förlita sig på att öka de automatiska stabilisatorernas konjunktdämpande funktion. Erfarenheterna visar dock att det tar tid att få till stånd mer omfattande strukturella reformer. När det gäller de automatiska stabilisatorerna är dessa inte skapade i syfte att stabilisera ekonomin utan är ett resultat av skatte- och bidragssystemets utformning. Samtidigt som ett svenskt medlemskap i valutaunionen skulle öka behovet av en förstärkning av de automatiska stabilisatorerna är det tveksamt om det kan ske i någon större omfattning utan att snedvridningseffekterna i skatte- och bidragssystemet ökar. För att öka flexibiliteten på arbetsmarknaden kan det i själva verket vara angeläget att minska de stora marginaleffekterna i skatte- och bidragssystemen. Det skulle dock paradoxalt nog innebära att storleken på de automatiska stabilisatorerna skulle minska.

Utgångspunkten för denna artikel är att det kommer att behövas både strukturella reformer och en kompletterande nationell stabiliseringspolitik. USA som har en långt mer flexibel arbetsmarknad och lönebildning än Sverige och övriga Europa har ändå bedrivit en aktiv stabiliseringspolitik både med penning- och finanspolitik.

Ett framgångsrikt svenskt medlemskap i valutaunionen kommer också att öka behovet av strukturella reformer av olika slag.

¹⁰ Se också Feldstein (2002b).

Vad är det som ska stabiliseras?

Stabiliseringspolitiken ska inte användas för att "finjustera" konjunkturutvecklingen.

Utgångspunkten för den nationella stabiliseringspolitiken bör i första hand vara att försöka motverka uppkomsten av alltför stora asymmetriska konjunktursvängningar.¹¹ Stabiliseringspolitiken ska således inte användas för att "finjustera" konjunkturutvecklingen. Den nationella stabiliseringspolitiken ska i första hand *komplettera* den gemensamma penningpolitiken eftersom den senare inte alltid kommer att vara optimalt utformad för det enskilda eurolandet. Aktiva finanspolitiska åtgärder bör i största möjliga utsträckning användas i preventivt syfte. Det är givetvis svårt att bedriva en framåtblickande stabiliseringspolitik och det måste därför även finnas en stabiliseringspolitisk beredskap för de fall då stora störningar redan har inträffat.

Det viktiga för trovärdigheten är att motiven för de stabiliseringspolitiska besluten och de prognoser som dessa baseras på redovisas på ett transparent sätt.

En viktig fråga vid utformningen av det nationella stabiliseringspolitiska ramverket vid ett svenskt medlemskap i valutaunionen är vad det nationella stabiliseringspolitiska målet ska vara. "Kommittén för stabiliseringspolitik för full sysselsättning vid ett svenskt medlemskap i valutaunionen" föreslog att produktionsgapet ska användas som stabiliseringspolitiskt mål.¹² I sitt remissvar till kommitténs betänkande menade Riksbanken att det kan finnas skäl att pröva huruvida ett inflationsmål för finanspolitiken kan vara att föredra.¹³ Olika mål har olika för- och nackdelar. De stabiliseringspolitiska besluten bör rimligen baseras på en analys av flera olika indikatorer. Det viktiga för trovärdigheten är att motiven för de stabiliseringspolitiska besluten och de prognoser som dessa baseras på redovisas på ett tydligt och öppet sätt. Inflationsskillnaden mellan Sverige och resten av euroområdet bör hur som helst vara en central indikator för de nationella stabiliseringspolitiska besluten. En pris- och löneutveckling i Sverige i paritet med euroområdet kommer att vara avgörande för att uppnå en stabil utveckling av produktion och sysselsättning på sikt.

Den gemensamma penningpolitiken innebär att alla euroländer kommer att ha i stort sett samma nominalräntor.

Den gemensamma penningpolitiken innebär att alla euroländer kommer att ha i stort sett samma nominalräntor. Detta innebär att länder som exempelvis Irland, där inflationstakten för närvarande är klart högre än i euroområdet får en låg realränta medan länder som Tyskland, som har en lägre inflation än euroområdet, får en hög realränta. Till den del dessa skillnader i inflationstakt avspeglar nödvändiga justeringar av den så kallade reala växelkursen är skillnaden i realräntan realkonomisk motiverad

¹¹ Frågan om vilka störningar som bör föranleda nationella stabiliseringspolitiska åtgärder i ett enskilt euroland diskuteras närmare i ett senare avsnitt.

¹² "Stabiliseringspolitik i valutaunionen", SOU 2002:16.

¹³ Se Riksbankens remissvar, Dnr 02-773-DIR, till betänkandet "Stabiliseringspolitik i valutaunionen", SOU 2002:16.

och är därför inte ett problem.^{14, 15} Till den del skillnaderna i inflationstakt däremot är betingade av interna efterfrågedrivna eller strukturellt skapade pris- och löneökningar, torde alltför stora skillnader i realräntan utgöra ett substantiellt problem. För Irlands del driver den låga realräntan på överhettningen medan den höga realräntan i Tyskland bidrar till att driva på konjunkturedgången.

På lång sikt torde inflationen i ett enskilt euroland behöva anpassas till genomsnittet för euroområdet oavsett om landet i fråga har en egen nationell stabiliseringspolitik eller inte. En permanent högre inflationstakt försämrar på sikt landets konkurrenskraft. Detta kan i sin tur skapa arbetslöshet och leda till att inflationen går ner. ECB:s inflationsmål kommer därför att utgöra ett nominellt ankare även för svensk ekonomi åtminstone på lång sikt. En sådan anpassningsprocess mot lägre inflation kan emellertid dra ut på tiden och vara förknippad med stora kostnader för samhället i form av hög arbetslöshet. Genom diskretionära finanspolitiska åtgärder kan en situation undvikas där konjunkturen i Sverige avviker alltför mycket från den i euroområdet. En viktig uppgift för den nationella stabiliseringspolitiken blir att i tid kunna urskilja regionala inflationsskillnader som beror på nödvändiga förändringar i den reala växelkursen respektive oomtvärade löne- och prisökningar.

En farhåga som har riktats mot en nationell stabiliseringspolitik vid sidan om ECB:s är att den riskerar att göra den stabiliseringspolitiska rollfördelningen otydlig. Rollfördelningen är inget problem. ECB:s penningpolitik måste alltid baseras på en bedömning av inriktningen på finanspolitiken i de olika medlemsländerna, oavsett om finanspolitiken har ett explicit stabiliseringspolitiskt mål eller inte. Den stabiliseringspolitik som förs i ett enskilt euroland måste givetvis vara förenlig med ECB:s inflationsmål och de gemensamma regler som ställts upp för finanspolitiken (Maastrichtfördraget samt stabilitets- och tillväxtpakten).¹⁶

Vem ska fatta de stabiliseringspolitiska besluten?

Om Sverige går med i valutaunionen kommer regering och riksdag återigen att helt ansvara för den nationella stabiliseringspolitiken. De olika finanspolitiska regler och mål som införts de senaste åren, såväl nationellt

¹⁴ Den reala växelkursen definieras som den mängd inhemska varor som måste uppges i utbyte för en given mängd varor från utlandet. I en regim med rörlig växelkurs är värdet på den reala växelkursen en kvot, där täljaren är produkten mellan den nominella växelkursen och ett prisindex på utländska varor, och nämnaren är ett motsvarande inhemskt prisindex. Vid ett svenskt deltagande i valutaunionen läses den nominella växelkursen men den reala växelkursen kan fortfarande variera om den inhemska inflationsutvecklingen avviker från genomsnittet i valutaunionen.

¹⁵ I praktiken kan det dock vara svårt att identifiera de situationer där den reala växelkursen bör justeras.

¹⁶ Samtidigt innebär Maastrichtfördragets samt stabilitets- och tillväxtpaktens regler att utrymme för att bedriva stabiliseringspolitik är begränsat, vilket i vissa situationer kan skapa problem. För en diskussion kring dessa problem och möjliga lösningar, se Calmfors med flera (2003).

Om Sverige går med i valutaunionen kommer regering och riksdag att helt ansvara för den nationella stabiliseringspolitiken.

som inom EU, bör till viss del ha ökat den långsiktiga trovärdigheten för finanspolitiken. De kan också ha minskat risken för samma typ av stabiliseringspolitiska misslyckanden som under 1970- och 1980-talet. Det finns emellertid risk för att sådana regler inte alltid efterlevs. Det visar inte minst den senaste tidens utveckling i vissa euroländer. I sådant fall aktualiseras trovärdighetsproblemet på nytt. En viktig fråga är hur trovärdigheten för den nationella stabiliseringspolitiken ska kunna upprätthållas i så hög utsträckning som möjligt vid ett svenskt medlemskap i valutaunionen.

Trovärdigvärdighetsproblemet bör i olika stor utsträckning kunna minskas genom ett antal åtgärder. "Kommittén för stabiliseringspolitik för full sysselsättning vid ett svenskt medlemskap i valutaunionen" föreslog att ett oberoende expertorgan, som ska analysera konjunkturutvecklingen och komma med förslag om stabiliseringspolitiska åtgärder, bör tillsättas.¹⁷ Ökad öppenhet, förbättrad utvärdering, klara beslutsprocesser och en förstärkning av befintliga myndigheter är också viktiga inslag när det gäller att upprätthålla trovärdigheten för stabiliseringspolitiken.¹⁸

Stabiliseringspolitiken skulle kunna handhas av en självständig myndighet, även då de stabiliseringspolitiska instrumenten är av fiskal natur.

I den ekonomiska litteraturen har det kommit förslag på att stabiliseringspolitiken skulle kunna handhas av en självständig myndighet, även då de stabiliseringspolitiska instrumenten är av fiskal natur.¹⁹ En sådan långtgående delegering av de stabiliseringspolitiska besluten är givetvis komplicerad, inte minst ur politisk synvinkel, men vår personliga uppfattning är att samma argument som låg bakom Riksbankens och andra centralbankers ökade självständighet torde vara relevanta även i en regim där finanspolitiken används i stabiliseringspolitiskt syfte.

En delegering av finanspolitiska instrument till en oberoende myndighet skulle möjligen kunna uppfattas som odemokratisk.

En delegering av finanspolitiska instrument till en oberoende myndighet skulle möjligen kunna uppfattas som odemokratisk, bland annat mot bakgrund av att det blir svårt att utkräva ansvar av en oberoende myndighet om den misslyckas med stabiliseringspolitiken.²⁰ En regering som misslyckas med stabiliseringspolitiken kan alltid avsättas. Ett beslut att delegera finanspolitiska instrument till en oberoende myndighet ska givetvis vara demokratiskt förankrat på samma sätt som beslutet att delegera penningpolitiken till Riksbanken var.

Om ett beslut om att delegera finanspolitiska instrument till en obe-

¹⁷ Se SOU 2002:16.

¹⁸ Se Riksbankens remissvar, Dnr 02-773-DIR, till betänkanudet "Stabiliseringspolitik i valutaunionen", SOU 2002:16. I detta remissvar skriver Riksbanken också att det bör utredas om regeringen bör kunna fatta stabiliseringspolitiska beslut utan att gå omvägen via riksdagen. En sådan delegering skulle kunna korta de långa beslutsvägarna. Riksbanken skriver också att en mer långtgående delegering till en oberoende myndighet inte bör uteslutas på förhand vid en fördjupad prövning. Se också Riksbankens pressmeddelande nr 5 2003: Kommentar till debattartikel i Dagens Nyheter.

¹⁹ Se exempelvis Ball (1997). Se också Blinder (1997), Gruen (1997, 2001), Hemming & Kell (2001) och Wyplosz (2002). Denna litteratur diskuterar i huvudsak en delegering av finanspolitiska instrument som ett komplement till den nationella penningpolitiken. Vi menar att en sådan delegering blir än mer intressant i en situation där den nationella penningpolitiken delegeras till ECB.

²⁰ I nuvarande regim utfrågas riksbankschefen om den förda penningpolitiken enligt särskild ordning av riksdagens finansutskott. En sådan konstruktion skulle också kunna tillämpas vid en delegering av finanspolitiska instrument till en självständig myndighet.

roende myndighet fattats av riksdagen, är beslutet per definition demokratiskt förankrat. Ur ett välfärdspolitiskt perspektiv torde det vara viktigt-
re att de stabiliseringspolitiska besluten är trovärdiga och effektiva än att de fattas av folkvalda institutioner.²¹ Det är dock viktigt att dessa beslut omgärdas av stor öppenhet och att det finns klara regler för granskning och utkrävande av ansvar.

Om ett beslut om att delegera finanspolitiska instrument till en oberoende myndighet fattats av riksdagen, är beslutet per definition demokratiskt förankrat.

Hur ska det stabiliseringspolitiska målet uppnås?

Det finns således argument som talar för en delegering av de stabiliseringspolitiska besluten till en politiskt oberoende myndighet. När det gäller delegeringen av penningpolitiken har valet av stabiliseringspolitiskt instrument varit naturligt. Finanspolitiken däremot förfogar över ett brett spektrum av olika stabiliseringspolitiska instrument både på statsbudgetens inkomst- och utgiftssida. Frågan är om vissa finanspolitiska instrument är bättre lämpade att delegera än andra. Vi menar att det i första hand bör vara skatterna som ska användas för stabiliseringspolitiska ändamål. Beslut om offentliga utgifter bör baseras på långsiktiga överväganden.²²

Finanspolitiken förfogar över olika stabiliseringspolitiska instrument både på statsbudgetens inkomst- och utgiftssida.

En diskussion om vilka finanspolitiska instrument som skulle kunna vara lämpliga att delegera till en självständig myndighet måste med nödvändighet ta sin utgångspunkt i en mer allmän diskussion om vilka instrument som generellt sett är lämpliga från stabiliseringssynpunkt.

”Kommittén för stabiliseringspolitik för full sysselsättning vid ett svenskt medlemskap i valutaunionen” menade att de stabiliseringspolitiska instrumenten bör ha följande egenskaper:²³ (i) Medlen ska vara så generellt verkande som möjligt. Med detta menas att basen för skatte- eller utgiftsförändringen bör vara så bred att åtgärden påverkar en stor del av ekonomin. (ii) Medlen ska användas temporärt och symmetriskt över tiden. Med detta menas att exempelvis en skattehöjning i en högkonjunktur ska föranleda en motsvarande sänkning i en lågkonjunktur. (iii) Stabiliseringspolitiken ska i största möjliga utsträckning avskiljas från fördelnings- och allokeringpolitiken.

Temporära och symmetriska skatte- eller utgiftsförändringar, som riktar sig till breda baser, minskar risken för att åtgärderna får långsiktiga fördelnings- och allokeringseffekter. Åtgärder som ger upphov till stora fördelningseffekter kan vara svåra att använda symmetriskt över en konjunkturcykel; det är politiskt lättare att sänka skatter och höja utgifter i lågkon-

²¹ För en mer uttömmande diskussion om den demokratiska aspekten, se Gruen (2001).

²² Se också Ball (1997).

²³ Se SOU 2002:16.

junkturer än att höja skatter och sänka utgifter i högkonjunkturer.²⁴ Den i genomsnitt alltför expansiva finanspolitiken på 1970- och 1980-talet illus-trerar detta problem.

Kommittén menade också att en användning av mer generellt ver-kande finanspolitiska medel ter sig naturlig därför att finanspolitiken vid ett EMU-medlemskap ska utgöra en ersättning för den nationella pen-ningspolitiken, som kommittén anser vara ett generellt verkande medel. Brett verkande finanspolitiska instrument påverkar sannolikt fler sektorer i ekonomin och effekten på efterfrågan kommer sannolikt också snabbare än effekten av en ränteändring.²⁵ Denna slutsats gäller under förutsätt-ning att de långa politiska beslutsprocesserna kan undvikas.

Det bör i detta sammanhang påpekas att även om penningpolitiken är generell i den meningen att den påverkar inflationsförväntningarna och inflationen genom ett enda instrument (räntan) ger den samtidigt upphov till vissa (temporära) fördelnings- och allokeringseffekter. En ränteändring slår på enskilda efterfrågesektorer som investeringar, utrikeshandel (via ränteändringens effekter på växelkursen) och privat konsumtion (via rän-teändringens effekt på kreditgivningen och tillgångspriserna).

Även om penning-politiken är generell i den meningen att den påverkar inflations-förväntningarna och inflationen genom ett enda instrument, ger den samtidigt upphov till vissa temporära allokering- och fördelningseffekter.

SKATTEPOLITISKA INSTRUMENT

Med utgångspunkt från att de stabiliseringspolitiska medlen ska vara generella och ha små fördelnings- och allokeringseffekter identifierade kommittén ett antal lämpliga instrument, både på utgifts- och inkomstsi-dan. Vi väljer här att koncentrera oss på kommitténs förslag på inkomstsi-dan som omfattar personliga inkomstskatter, mervärdesskatt, arbetsgivar-avgifter och intern devalvering.²⁶

En förändring av den personliga inkomstskatten påverkar hushållens disponibla inkomster, vilket i sin tur i viss utsträckning påverkar hushållens konsumtionsefterfrågan.²⁷ På så sätt kan efterfrågan stimuleras i lågkon-

²⁴ Påpekas bör dock att finanspolitiska instrument som ger upphov till stora fördelningseffekter kan ha större stabiliseringseffekt än instrument med små fördelningseffekter, förutsatt att de används symmetriskt över konjunkturcykeln. Att i exempelvis en lågkonjunktur omfördela medel från högkonsumttagare med en låg marginell konsumtionsbenägenhet till låginkomsttagare med en hög marginell konsumtionsbenägenhet kan öka den privata konsumtionen och efterfrågan. En delegering till en oberoende myndighet skulle borga för att sådant medel skulle kunna användas symmetriskt över konjunkturcykeln.

²⁵ En ränteändring brukar anses ge full effekt först efter ett till två år.

²⁶ En stabiliseringspolitik baserad på en variabel beskattning går stick i stäv med slutsatserna inom den så kallade optimala beskattningsteorin. Enligt denna teoribildning bör skatterna variera så lite som möjligt över tiden för att minimera effekten på hushållens och företagens beteende. Detta resultat är dock härlett ur modeller där mer allmänna stabiliseringspolitiska mål ignoreras. Ett syfte med att ändra skatterna över tiden i stabiliseringspolitiskt syfte är just att påverka hushållens och företagens beteende.

²⁷ Avgörande för genomslaget på privat konsumtion är bland annat i vilken utsträckning hushållen är framåt-blickande och i vilken utsträckning hushållen via kreditmarknaden har möjlighet att omfördela sin konsumtion över tiden.

junkturer och dämpas i högkonjunkturer.^{28, 29} Det kan inte uteslutas att en höjning eller sänkning av inkomstskatten kan komma att bli föremål för utdragna fördelningspolitiska diskussioner. En delegering av ett sådant instrument till en oberoende myndighet skulle eliminera detta problem.

Variationer i mervärdesskattesatsen kan omfördela hushållens konsumtion över tiden. En temporär höjning av mervärdesskattesatsen kan dämpa den privata konsumtionen i överhettningssituationer på motsvarande sätt som en temporär sänkning av densamma kan bidra till att öka den privata konsumtionen i en konjunkturnedgång. Konsumtionen påverkas dels genom att den temporära mervärdesskatteförändringen påverkar relativpriset mellan konsumtion i olika tidsperioder, dels genom att hushålls reala disponibla inkomst påverkas av den allmänna prisnivåförändringen skatteändringen ger upphov till.^{30, 31} Ett stort potentiellt problem med variationer i mervärdesskattesatsen är att hushållen, när de får kännedom om exempelvis en framtida mervärdesskattehöjning, ökar sin konsumtion strax innan höjningen träder i kraft. På motsvarande sätt kan hushållen senarelägga konsumtion strax innan höjningen avvecklas.³² Dessa problem kan minimeras genom att förändringen av skatten träder i kraft så fort som möjligt efter att beslutet om förändringen har fattats. Om en självständig myndighet hade befogenhet att ändra mervärdesskattesatsen i stabiliseringspolitiskt syfte skulle skatteförändringen i princip kunna träda i kraft samma dag som beslutet fattas.

En ändring av arbetsgivaravgiftens storlek påverkar företagets totala lönekostnad förutsatt att ändringen i arbetsgivaravgiften inte resulterar i en omedelbar och lika stor ändring av bruttolönen. Empirisk forskning visar att nominallönerna är förhållandevis stela på ett till två års sikt, vilket innebär att en ändring av arbetsgivaravgiften har förutsättning att påverka lönekostnader och därmed också sysselsättning och produktion på kort sikt. En ändring av arbetsgivaravgiften påverkar också, vid givna nominallöner, i viss utsträckning den aggregerade efterfrågan i ekonomin; en sänkning av arbetsgivaravgiften gör att efterfrågan vrids från importvaror till inhemskt producerade varor. En sänkning av arbetsgivaravgiften skulle således kunna användas för att upprätthålla sysselsättningen i lågkonjunk-

En sänkning av arbetsgivaravgiften förbättrar exportföretagens konkurrenskraft på ett liknande sätt som en depreciering eller devalvering av den nationella valutan.

²⁸ Inkomstskatteförändringar kan också påverka arbetsutbudet i viss utsträckning.

²⁹ Duarte & Wolman (2002) visar, i en allmän jämviktsmodell, att små länder i en valutaunion tenderar att få relativt högre inflation vid produktivitetstörningar men att regeringar i sådana länder kan bromsa begynnande inflation genom att variera inkomstskattesatsen.

³⁰ I en formell modell där rationella hushåll antas maximera nyttan över tiden kan man – under vissa förutsättningar – visa att en konsumtionsskatteändring ger samma effekt på relativpriset mellan konsumtion i olika tidsperioder som en ändring av räntenivån. Till skillnad från en ränteändring har dock konsumtionsskatteförändringar inga direkta effekter på exempelvis företagets investeringsbeslut och på tillgångspriserna.

³¹ Effekten på konsumentprisindex (KPI) beror på hur stor del av skatteförändringen som övervältras på konsumentpriserna. Övervältringen på kort- och lång sikt bestäms dels av utbuds- och efterfrågeelasticiteterna, dels av potentiella prisstelheter.

³² Variationer i mervärdesskattesatsen är dock också förknippade med andra problem som ökad gränsöver-skridande handel och ökade administrativa kostnader i samband med ommärkning av priser.

Frekventa arbetsgivaravgiftsförändringar i stabiliseringspolitiskt syfte bör möta ett visst motstånd i Sveriges viktigaste konkurrensländer.

turer. På motsvarande sätt kan en höjning av arbetsgivaravgiften användas för att dämpa sysselsättningen i en överhettningssituation. En ändring av arbetsgivaravgiften kan också till viss del fylla samma funktion som en ändring av den nominella växelkursen. En sänkning av arbetsgivaravgiften förbättrar exportföretagens konkurrenskraft på ett liknande sätt som en depreciering eller devalvering av den nationella valutan. Variationer i arbetsgivaravgiften skulle således åtminstone till viss del kunna ersätta växelkursförändringar vid ett svenskt deltagande i valutaunionen.

En sänkning av arbetsgivaravgiften kan finansieras genom en höjning av andra skatter eller genom en sänkning av offentliga utgifter så att budgetsaldot inte ändras. En sådan åtgärd brukar kallas för en intern devalvering och kan vara att föredra i en situation då de offentliga finanserna är ansträngda. Interna devalveringar är dock förknippade med vissa problem. Frekventa arbetsgivaravgiftsförändringar i stabiliseringspolitiskt syfte bör möta ett visst motstånd i Sveriges viktigaste konkurrensländer inom framförallt EU-området. Ett annat problem är att det är svårt att bedöma hur den optimala mixen av en arbetsgivaravgiftsförändring och kompenserande skatte- eller utgiftsförändring ser ut. "Kommittén för stabiliseringspolitik för full sysselsättning vid ett svenskt medlemskap i valutaunionen" menade att ett annat centralt problem är att det är svårt att få till stånd samtida politiska beslut om både en arbetsgivaravgiftsförändring och en kompenserande skatte- eller utgiftsförändring. Detta problem skulle emellertid elimineras vid en delegering av det stabiliseringspolitiska beslutet till en självständig myndighet.³³

KONJUNKTURPARAMETER

En självständig myndighet skulle kunna ändra på en konjunkturparameter som temporärt påverkar det totala skatteuttaget.

Det är svårt att hitta några tydliga ekonomiska argument för varför beslutet om att *temporärt* ändra enskilda skatter i stabiliseringspolitiskt syfte inte skulle kunna tilldelas en självständig myndighet. Av tradition är det dock riksdagen som fattar beslut och stiftar lagar om skatteförändringar. Ett förslag om att delegera beslutanderätten för vissa skatteförändringar till en självständig myndighet kommer därför sannolikt stöta på ett stort politiskt motstånd. Som ett alternativ skulle därför den självständiga myndigheten istället kunna ändra på en konjunkturparameter som temporärt påverkar skatteuttaget; den ekonomiska konsekvensen blir dock givetvis densamma som om skattesatserna hade ändrats.³⁴ En sådan modell är mer pedagogiskt tilltalande då den renodlar det stabiliseringspolitiska beslutet. Modellen skulle – under förutsättning att konjunkturparametern

³³ Detta skulle dock förutsätta att fler än ett instrument delegeras till den självständiga myndigheten.

³⁴ Ett sådant upplägg har föreslagits av Gruen (1997, 2001).

höjs och sänks symmetriskt över en konjunkturcykel – garantera att den självständiga myndigheten inte långsiktigt skulle kunna påverka fördelnings- och strukturpolitiken eller bestämma den långsiktiga skatte- och utgiftsnivån.³⁵ I en sådan regim skulle detta således även fortsättningsvis vara riksdagens uppgift. Om konjunkturparametern dessutom skulle påverka i princip samtliga skatter skulle stabiliseringspolitiken inte i någon större utsträckning påverka likformigheten i skattesystemet och därmed skulle också problemet med bland annat skattearbitrage minimeras.³⁶

ETT SKATTEPOLITISKT INSTRUMENT MED SNARLIKA EFFEKTER SOM EN RÄNTEÄNDRING

En intressant fråga är om det går att finna finanspolitiska instrument som i stor utsträckning liknar nuvarande räntevapen, när det gäller verkningsgrad, fördelnings- och allokeringseffekter. Har det gått att delegera räntebesluten till en oberoende myndighet med motiveringen att räntan är ett generellt och brett verkande instrument, bör man av samma skäl kunna argumentera för att ett finanspolitiskt instrument med snarlika effekter som en ränteändring också skulle kunna delegeras i en eller annan form. Kan man hitta finanspolitiska instrument som har snarlika effekter som ränteändringar och skapa en institutionell inramning som liknar den för penningpolitiken, faller också mycket av den kritik som i den akademiska litteraturen har riktats mot stabiliseringspolitik i finanspolitisk regi. Ett finanspolitiskt instrument som vid en given nominalränta för euroområdet som helhet *direkt* kan påverka realräntan i ett enskilt euroland bör också vara av intresse i situationer där den gemensamma penningpolitiken har lett till en realränta som inte är optimal för det enskilda landet.^{37, 38}

Går det att finna finanspolitiska instrument med snarlika effekter som ränteändringar?

Transmissionsmekanismen

Innan vi diskuterar huruvida det går att hitta finanspolitiska instrument som i stor utsträckning liknar en ränteändring finns det skäl att kort diskutera hur den så kallade transmissionsmekanismen ser ut för penningpolitiken. Begreppet transmissionsmekanism används som ett samlingsord för de kanaler genom vilka penningpolitiken påverkar ekonomin. I de enklaste makromodellerna antas centralbanken styra penningmängden direkt.

³⁵ Konjunkturparametern skulle i princip också kunna användas för att påverka storleken på de icke skattepliktiga transfereringarna till hushåll och företag.

³⁶ Vi återkommer till detta problem senare i artikeln.

³⁷ Alla de instrument som diskuterades i föregående avsnitt kan också påverka realräntan men då *indirekt* via den potentiella effekten på inflationen.

³⁸ Vi vill betona att även om det går att hitta ett finanspolitiskt instrument som är snarlikt räntan är det inte nödvändigtvis det optimala stabiliseringspolitiska instrumentet. Detta gäller oavsett om ett sådant instrument delegeras eller inte. Olika finanspolitiska instrument kan vara att föredra vid olika typer av störningar.

Allmänt gäller att en centralbanks ränteändringar i första hand påverkar räntan på värdepapper med korta löptider.

Med hänvisning till den så kallade kvantitetsteorin anses allmänt att inflationen på lång sikt bestäms av hur penningmängden växer i förhållande till produktionen vid en given omsättningshastighet på pengar. Under förutsättning att omsättningshastigheten på pengar är konstant över tiden kan centralbankerna således enligt detta synsätt styra inflationen på lång sikt genom att styra penningmängden.³⁹

I praktiken använder dock Riksbanken, ECB och många andra centralbanker istället en styrränta som penningpolitiskt instrument. Vid en given styrränta måste centralbanken alltid tillhandahålla den mängd pengar som banksystemet efterfrågar. Penningmängden är således efterfrågestyrd vid en given styrränta.⁴⁰ Allmänt gäller att en centralbanks ränteändringar i första hand påverkar marknadsräntan på värdepapper med korta löptider. Centralbankens agerande kan också påverka de långa marknadsräntorna via eventuella effekter på de långsiktiga inflationsförväntningarna.⁴¹ Effekten på marknadsräntorna påverkar i sin tur penningefterfrågan och kreditgivningen.

De absolut vanligaste modellerna för penningpolitisk analys baseras på antaganden om stela priser och monopolistisk konkurrens. Antagandet om prisstelhet motiveras med att företagen inte kan ändra sina priser i takt med att efterfrågeläget varierar, eftersom det är mycket kostsamt att ändra priser.⁴² Prisstelhet innebär att centralbanken kan påverka realräntan genom att ändra den nominella räntan. Realränteändringen påverkar i sin tur bland annat investerings- och konsumtionsefterfrågan. Vid en högre realränta minskar enligt teorin företagets investeringsefterfrågan.⁴³ Ränteändringen ändrar relativpriset för konsumtion över tiden. Vid en högre räntenivå antas sparandet öka och konsumtionen minska. Det beror dels på att avkastningen på sparande ökar, dels på att det blir dyrare med lånefinansierad konsumtion. Detta innebär att penningpolitiken åtminstone på kort sikt kan få reala effekter på ekonomin *direkt* via den ändrade realräntan. Penningpolitiken påverkar också inflationsförvänt-

³⁹ Det bör påpekas att osäkerheten kring hur transmissionsmekanismen ser ut i praktiken är betydande. Kvantitetsteorin har ifrågasatts av några forskare. En intressant fråga är om penningmängden påverkar ekonomin på annat sätt än via effekten på räntenivån. Här om råder delade meningar i den penningteoretiska litteraturen. Se Nelson (2002).

⁴⁰ Se också Mitlid & Vesterlund (2001).

⁴¹ Huruvida ändringar i reporäntan också påverkar de långa räntorna återspeglas i den så kallade avkastningskurvan. Avkastningskurvan visar de räntor som etablerats på marknaden för värdepapper med olika löptid. Dess lutning brukar tolkas som ett uttryck för marknads förväntningar om framtida räntor och framtida inflation.

⁴² Antagandet om monopolistisk konkurrens innebär att ett enskilt företag inte ensam kan ta över marknaden genom att till skillnad från andra företag ändra sina priser efter efterfrågeläget. Det finns givetvis också andra skäl till varför det är motiverat att anta imperfekt konkurrens.

⁴³ Enligt den traditionella synen inom nationalekonomin, ökar eller minskar företagen sina investeringar då räntan varierar. Finansieringsstrukturen i ett företag bör dock vara ett långsiktigt beslut, i vilket fall företagen inte nödvändigtvis ändrar finansieringsformen vid en ränteändring. Om så är fallet så kan företagen – i olika utsträckning beroende på utbuds- och efterfrågeförhållandena på företagets varor och på menykostnader – övervärltra den ökade finansieringskostnaden för både nyinvesteringar och redan befintliga investeringar på konsumentpriserna. I sådana lägen kan en ränteändring således ge upphov till utbudseffekter.

ningarna på lång sikt vilket i sin tur har reala återverkningar på ekonomin. Ett trovärdigt inflationsmål leder exempelvis till lägre löneökningsskrav.

På kort och medellång sikt påverkas inflationen av en rad andra faktorer vid sidan om penningpolitiken som exempelvis resursutnyttjande, lönebildning och finanspolitikens inriktning.⁴⁴ Dessa faktorer är centrala indikatorer i de analyser som ligger till grund för Riksbankens inflationsrapporter och penningpolitiska beslut.

På kort och medellång sikt påverkas inflationen av en rad andra faktorer vid sidan om penningpolitiken som exempelvis resursutnyttjande, lönebildning och finanspolitikens inriktning.

Konjunkturberoende beskattning av räntenettet

I de penningteoretiska modellerna bortser man vanligtvis från att de flesta länder, däribland Sverige, beskattar nominella kapitalinkomster.⁴⁵ Feldstein (1980) menade att avsaknaden av en analys av interaktionen mellan skattesystemet och inflationen och dess betydelse för penningpolitiken ledde till en för hög inflation under 1970-talet. Trots denna insikt har den penningpolitiska forskningen fortsatt att i stort sett bortse från skattesystemets betydelse för penningpolitiken. I en nyligen presenterad artikel visar Røisland (2002) att en nominell kapitalinkomstbeskattning kan ha stor betydelse för hur penningpolitiken bör utformas.

En nominell kapitalinkomstbeskattning har även viktiga implikationer för frågan om det går att hitta ett finanspolitiskt instrument som är snarlikt räntan. I en ekonomi med nominell kapitalinkomstbeskattning är det räntan efter – inte före – skatt som bör ha betydelse för hushållens och företagets beslut. Ur hushållens och företagets perspektiv torde det inte vara någon skillnad på en ränteändring eller en ändring av beskattningen av räntenettet (vid en given ränta) om den ekonomiska nettoeffekten är densamma. Det går alltid att ändra kapitalinkomstskattesatsen så att en sådan förändring ger samma effekt på räntan efter skatt som om istället räntan hade ändrats.⁴⁶

Vi visar i detta avsnitt hur en konjunkturberoende beskattning av hushållens och företagets räntenetto skulle kunna konstrueras i en situation där ett enskilt euroland vill påverka sin egen realränta (efter skatt). Utgångspunkten för analysen är att variera värdet på en konjunkturparameter (som avspeglar det relativa konjunkturläget mellan Sverige och resten av euroområdet) så att effekten på räntenettet efter skatt, vid en

Hur kan en konjunkturberoende beskattning av räntenettet konstrueras i en situation där ett enskilt euroland vill påverka sin egen realränta?

⁴⁴ Det finns teorier som visar att finanspolitiken – åtminstone under vissa speciella förutsättningar – kan påverka inflationen även på lång sikt. Se Sargent & Wallace (1981), Woodford (1995) och Kocherlakota & Phelan (1999).

⁴⁵ I de penningteoretiska modellerna bortser man vanligtvis helt från skatter. Alternativt antas att alla skatter är så kallade klumpsummeskatter, det vill säga skatter som inte påverkar de ekonomiska besluten. I praktiken existerar dock inte några sådana skatter.

⁴⁶ En ändring av kapitalinkomstskattesatsen bör därför också ha snarlika snedvridningseffekter som en ändring av nominalräntan. Det bör påpekas att om skatter ska användas i stabiliseringspolitiskt syfte kommer snedvridningseffekterna med nödvändighet att variera över tiden. Snedvridningseffekter är i själva verket en förutsättning för att i praktiken kunna bedriva stabiliseringspolitik. Syftet med stabiliseringspolitiken är ju att den ska påverka hushållens och företagets beteende.

viss etablerad nominell ränta för euroområdet, blir densamma som om den nationella räntenivån istället hade varierats.

I nuvarande regim kan ett hushålls räntenetto efter skatt skrivas som

$$(1) \quad i^{nr} (S - L)(1 - \tau)$$

där i^{nr} är den nominella räntan i nuvarande regim, S är sparande i räntebärande tillgångar, L är skuldens storlek och τ är kapitalinkomstskattesatsen vid ett positivt räntenetto, alternativt värdet av skattereduktionen för ränteutgifter vid ett negativt räntenetto. Om en individs sparande i räntebärande tillgångar är större än dess skulder uppstår ett positivt räntenetto som beskattas med den generella kapitalinkomstskattesatsen (enligt nuvarande skatteregler 30 procent). Om skulderna är större än tillgångarna uppstår ett negativt räntenetto som – med vissa begränsningar – ger upphov till en allmän skattereduktion som uppgår till 30 procent av underskottet av kapital. Om räntan höjs, gynnas hushåll och företag som har ett positivt räntenetto medan hushåll som har ett negativt räntenetto missgynnas. Vid en sänkning av räntan gäller det omvända.

Vid ett svenskt medlemskap i EMU, kommer Riksbanken inte att kunna ändra på reporäntan om Sverige skulle komma att utsättas för asymmetriska störningar i förhållande till euroområdet. Vid en given europeisk räntenivå är det dock möjligt att påverka beskattningen av räntenettet i Sverige genom att variera den inhemska konjunkturparametern så att effekten på räntenettet efter skatt i princip blir densamma som om den nationella räntenivån hade varierats. Problemet blir således att bestämma konjunkturparametern (KP) så att följande uttryck gäller

$$(2) \quad i^{EMU} (S - L)(1 - KP\tau) = i(S - L)(1 - \tau)$$

där i^{EMU} är den nominella marknadsränta som etablerats i euroområdet. Detta uttryck kan skrivas om som

$$(3) \quad KP = 1 + \left(\frac{i^{EMU} - i}{i^{EMU}} \right) \left(\frac{1 - \tau}{\tau} \right).$$

Detta uttryck gäller för hushållen. För företagen redovisas räntenettet i resultaträkningen och beskattas med bolagsskatt. Motsvarande uttryck för en konjunkturberoende beskattning av företagens räntenetto blir

$$(4) \quad KP^B = 1 + \left(\frac{i^{EMU} - i}{i^{EMU}} \right) \left(\frac{1 - \tau^B}{\tau^B} \right).$$

där τ^B är bolagsskattesatsen.⁴⁷ Om bolagsskatten och kapitalinkomstskattesatsen är ungefär lika stora kommer konjunkturparametern i alla konjunktursituationer att vara lika stor för hushållen och företagen.⁴⁸

Ekvation (3) och (4) ger en första vägledning om hur konjunkturparametern kan bestämmas för hushållen respektive företagen. För att kunna ändra på konjunkturparametern måste en bedömning göras av vilken räntenivå (värde på i) som hade varit optimal sett från svenska konjunkturförhållanden.

Innebörden av "reaktionsfunktionerna" (3) och (4) kan förklaras med ett enkelt exempel. Vi utgår i exemplet från den ekvation som gäller för hushållen. Antag att det finns två hushåll där det ena har ett positivt räntenetto (tillgångarna överstiger skulderna) och det andra har ett negativt räntenetto (skulderna överstiger tillgångarna). Tabell 1 visar hur räntenettet efter skatt påverkas för dessa hushåll då räntan varierar i nuvarande regim. "Jämviktsräntan" antas vara 5 procent.⁴⁹ Vid en högkonjunktur antas att räntan höjs från 5 till 7 procent och vid en lågkonjunktur antas att räntan sänks från 5 till 3 procent.⁵⁰

TABELL 1. EFFEKTER PÅ POSITIVT OCH NEGATIVT RÄNTENETTO VID OLIKA RÄNTENIVÅER I NUVARANDE REGIM

Nettotillgång	100	-100
Räntesats	Räntenetto efter skatt	
7 % (högkonjunktur)	4,90*	-4,90
5 % (normalkonjunktur)	3,50	-3,50
3 % (lågkonjunktur)	2,10	-2,10

* Exempel: $100 \times 0,07 \times (1-0,3) = 4,90$.

Tabell 2 visar hur konjunkturparametern ska fastställas för att samma effekter på räntenettet efter skatt (vid en given ränta för euroområdet) ska uppstå som vid en motsvarande tänkt nationell ränteändring.

Resultaten visar att konjunkturparametern och således beskattningen av räntenettet kan komma att behöva varieras i relativt hög utsträckning för att ge samma effekt som en ränteändring. Den effektiva skattesatsen skulle i exemplet behöva variera mellan 2 och 58 procent. I extremfallet kan till och med värdet av ränteavdragen bli negativt i högkonjunkturer för de hushåll som har negativa räntenetton. För att undvika det senare

Beskattningen av räntenettet kan komma att behöva varieras i relativt hög utsträckning för att ge samma effekt som en ränteändring.

⁴⁷ Se appendix för en härledning av detta uttryck. I enlighet med nuvarande skatterättsliga principer skulle en konjunkturberoende beskattning av företagets räntenetto behöva gå via så kallade skattemässiga justeringar.

⁴⁸ Den svenska nominella bolagsskattesatsen är 28 procent, alltså något mindre än den generella kapitalinkomstskattesatsen som är 30 procent. Den effektiva bolagsskattesatsen är dock i praktiken betydligt lägre på grund av förekomsten av bokslutmässiga dispositioner och skattemässiga justeringar.

⁴⁹ Med jämviktsränta avses den räntenivå som gäller då faktisk BNP sammanfaller med den potentiella produktionskapaciteten och då inflationen är stabilt låg.

⁵⁰ Observera att detta är ett starkt förenklat exempel. Det beskriver således inte alla de kriterier som ligger till grund för ändringar i reporäntan i nuvarande regim.

TABELL 2. EFFEKTER PÅ POSITIVT OCH NEGATIVT RÄNTENETTO
 VID OLIKA VÄRDEN PÅ KONJUNKTURPARAMETERN, ENLIGT SKISSERAD MODELL,
 VID EN ANTAGEN EMU-RÄNTA PÅ 5 PROCENT

Nettotillgång		100	-100
Konjunkturparameter	Effektiv skattesats	Räntenetto efter skatt	
0,07* (högkonjunktur)	0,02	4,90	-4,90
1,00 (normalkonjunktur)	0,30	3,50	-3,50
1,93 (lågkonjunktur)	0,58	2,10	-2,10

* Exempel:
$$KP = 1 + \left(\frac{i^{EMU} - i}{i^{EMU}} \right) \left(\frac{1 - \tau}{\tau} \right) = 1 + \left(\frac{0,05 - 0,07}{0,05} \right) \left(\frac{1 - 0,3}{0,3} \right) = 0,07$$

problemet skulle en undre gräns kunna införas som gör att konjunkturparametern inte får understiga 0.

I normala konjunkturlägen skulle således konjunkturparametern anta värdet 1. I överhettningsperioder skulle parametern anta ett värde mindre än 1. För hushåll och företag som har större skulder än tillgångar innebär detta att nettobeskattningen i högkonjunkturer blir hårdare (eftersom värdet av ränteavdragen minskar). Hushåll med positiva räntenetton kommer dock att gynnas av denna åtgärd på samma sätt som de skulle ha gynnats av en räntehöjning i nuvarande regim. Vid konjunkturedgångar ska konjunkturparametern anta ett värde större än 1. För hushåll som har större skulder än tillgångar innebär detta att nettobeskattningen blir lindrigare (eftersom värdet av ränteavdragen ökar). Hushåll med positiva räntenetton kommer emellertid att missgynnas av denna åtgärd på samma sätt som de skulle ha missgynnats av en räntesänkning i nuvarande regim.

Det kan vid en första anblick förefalla anmärkningsvärt att den effektiva kapitalinkomstskattesatsen ska sänkas i en högkonjunktur. En finanspolitisk åtstramning brukar ju vanligtvis beskrivas med en höjning av det totala skattetrycket som i sin tur minskar hushållens disponibla inkomster och den aggregerade efterfrågan. En sänkning av den effektiva kapitalinkomstskattesatsen påverkar dock relativpriset på konsumtion över tiden på samma sätt som en ränteändring. En sänkning av den effektiva kapitalinkomstskattesatsen och ränteavdragsrätten ökar sparandet och minskar konsumtionen eftersom sänkningen ökar avkastningen på sparande och ökar kostnaden för lånefinansierad konsumtion. En förändring av den effektiva bolagsskattesatsen påverkar företagens finansieringskostnader för investeringar på liknande sätt som en ränteändring. En sänkning av den effektiva bolagsskattesatsen (som bara slår på räntenettot) innebär att värdet av företagens ränteavdrag blir lägre. Samtidigt ökar avkastningen efter skatt på placeringar i räntebärande tillgångar. En lägre investerings- och konsumtionsefterfrågan (och ett högre sparande) ger en lägre total efterfrågan i ekonomin. Effekten på aggregerad efterfrågan kommer

En sänkning av den effektiva kapitalinkomstskattesatsen påverkar relativpriset på konsumtion över tiden på samma sätt som en ränteändring.

dock inte via en förändring av hushållens disponibla inkomster utan via ett förändrat relativpris av konsumtion i olika tidsperioder.

Vi har så långt argumenterat för att en variabel beskattning av räntenettot borde påverka hushållens och företagens konsumtions- respektive investeringsbeslut på ett snarlikt sätt som en ändring av den nominella räntan, i en ekonomi där vi inte har tagit hänsyn till förekomst av pengar. Frågan är i vilken utsträckning detta instrument också kan påverka penningefterfrågan, kreditgivningen och inflationsförväntningarna på kort och medellång sikt.

Vi har utgått från att penningmängden är efterfrågestyrd. Rimligtvis bör det inte vara nominalräntan utan nominalräntan efter skatt som styr efterfrågan på pengar. Alternativkostnaden för att hålla pengar bör således kunna påverkas antingen genom att skatteparametern (konjunkturparametern) eller nominalräntan ändras.

Inom den penningteoretiska litteraturen har det visat sig svårt att visa vilken betydelse kreditgivningen har för transmissionsmekanismen. En fråga som har väckts är huruvida bankernas kreditgivning är utbuds- eller efterfrågestyrd. I en fördjupningsartikel i Riksbankens senaste rapport om finansiell stabilitet⁵¹ konstateras att utbudsförhållanden inte förefaller påverka kreditgivningen under normala förhållanden utan att kreditgivningen i huvudsak är efterfrågebestämd. Genom konjunkturparametern ändras kapitalkostnaden efter skatt för krediter, det vill säga instrumentet bör därför påverka efterfrågan på krediter på snarlikt sätt som en ränteändring.

I frånvaro av en nationell penningpolitik torde en förändring av beskattningen av räntenettet påverka de inhemska utbuds- och efterfrågeförhållanden på liknande sätt som en ändring av räntenivån. Detta borde också påverka aktörernas inflationsförväntningar på kort och medellång sikt på ett liknande sätt som en ränteändring. Detta förutsätter dock att stabiliseringspolitiken är trovärdig.

En stabiliseringspolitisk fördel med detta instrument – i förhållande till nuvarande ränteändringar – är att det skulle påverka räntan efter skatt för lån eller sparande med både fast och rörlig ränta. Nuvarande ändringar av reporäntan påverkar enbart sparande eller lån med rörlig ränta och räntan på nytecknade lån och sparande med fast ränta i det fall ändringar i den korta räntan får genomslag också på den långa räntan. En förändring av konjunkturparametern skulle därför sannolikt ge en större stabiliseringseffekt än nuvarande ränteändringar. Med andra ord skulle konjunkturparametern (och därmed den effektiva skattesatsen) i praktiken kunna ändras

Kan en variabel beskattning av räntenettet påverka inflationsförväntningarna, penningefterfrågan och kreditgivningen på kort och medellång sikt?

En stabiliseringspolitisk fördel gentemot en ränteändring är att det skulle påverka räntenettet efter skatt för lån eller sparande med både fast och rörlig ränta.

⁵¹ Finansiell stabilitet, nr 2, november 2002.

i mycket mindre utsträckning än vad tabell 2 visar men ändå ge samma totala stabiliseringseffekt som ränteändringen i tabell 1.⁵²

Ett problem med en konjunkturberoende beskattning av räntenettet är att effekten inte nödvändigtvis uppkommer i samband med att skatten ändras.

Ett tänkbart problem med en konjunkturberoende beskattning av räntenettet är att effekten av den förändrade konjunkturparametern inte nödvändigtvis uppkommer i samband med att parametern ändras för de hushåll som inte jämkar sina ränteutgifter. För dessa hushåll kommer den kassamässiga effekten av den förändrade konjunkturparametern inte att uppkomma under det aktuella inkomståret utan först taxeringsåret (året efter det aktuella inkomståret).^{53, 54} Det är möjligt att detta potentiella problem kan lösas genom att exempelvis kreditgivaren enbart kräver in kostnaden efter ränteavdrag eller skattereduktion från låntagaren och erhåller resterande del löpande från skattemyndigheterna, på ett liknande sätt som bankerna redan i dag månadsvis betalar in preliminärskatt på ränteinkomster.⁵⁵ Med ett sådant upplägg skulle det också bli möjligt att ändra konjunkturparametern mer frekvent. Dessutom skulle ingen skattejämkning behövas göras för ränteutgifterna.⁵⁶

Det bör lyftas fram att den skisserade modellen ger upphov till ett antal potentiella arbitrageproblem.

Det bör lyftas fram att den skisserade modellen ger upphov till ett antal potentiella arbitrageproblem. Om beskattningen av räntenettet varierar med konjunkturen, kommer likformighetsnormen i 1991 års utformning av skattesystemet att delvis och periodvis sättas ur spel, då modellen skapar incitament att hoppa mellan olika tillgångsslag i låg- respektive högkonjunkturer⁵⁷ I en lågkonjunktur skärps beskattningen av räntebärande tillgångar vilket skapar incitament för vissa hushåll att flytta kapital från räntebärande tillgångar till exempelvis aktier. En olikformig beskattning av ränteinkomster och övriga kapitalinkomster kan också ge upphov till en mer extrem skatteplanering i form av så kallade "money machines" med vars hjälp det blir lönsamt för skatteplanerare att låna stora summor pengar och ingå terminskontrakt med kreditgivaren i skattearbitrage-

⁵² I den mån det skulle bedömas vara olämpligt att låntagare med krediter med fast ränta ska drabbas av variationerna i konjunkturparametern, kan det problemet kanske lösas genom att kreditinstituten lämnar kontrolluppgift på huruvida sparande och lån löper med rörlig eller fast ränta. En sådan lösning skulle dock sannolikt inte vara särskilt praktisk.

⁵³ Även om den kassamässiga effekten kommer med ett års förskjutning kan den ekonomiska effekten ändå helt eller delvis uppkomma det aktuella inkomståret eftersom hushållen rimligtvis är medvetna om den skatteskuld som ska betalas i samband med följande års taxering.

⁵⁴ Ett snarlikt problem finns för företagen.

⁵⁵ Varje individ och företag har numera ett räntebärande skattekonto hos skattemyndigheten, så en sådan lösning borde vara teknisk möjlig.

⁵⁶ En sådan konstruktion skulle kanske kunna vara intressant inom ramen för nuvarande skattesystem oavsett om en konjunkturberoende beskattning införs eller inte. De praktiska och juridiska aspekterna kring ett sådant upplägg skulle givetvis behöva utredas vidare.

⁵⁷ Likformighetsnormen säger bland annat att skatten på alla typer av kapitalinkomster ska vara lika stor och att den ska sammanfalla med värdet av ränteavdragen. I nuvarande skattesystem är den generella kapitalinkomstskattesatsen 30 procent och den generella ränteavdragsrätten 30 procent.

syfte.⁵⁸ Det bör påpekas att den första typen av arbitrageproblem även finns i nuvarande regim. Med den skisserade modellen är arbitragemöjligheten dock skattemässigt betingad medan den i nuvarande regim är betingad av variationen i räntenivån. Problemet med "money machines" skulle sannolikt vara mindre i en regim med en variabel beskattning av räntenettet än i ett permanent olikformigt skattesystem. Detta gäller särskilt om de aktörer som har möjlighet att ingå sådana terminskontrakt inte vet när konjunkturparametern kommer att ändras.^{59, 60}

Den skisserade modellen kan också uppfattas som trubbig i en globaliserad värld där det finansiella kapitalet är lätttröligt över gränserna. I en lågkonjunktur skärps beskattningen av räntebärande tillgångar vilket skapar incitament att flytta kapital till länder där skatten är lägre.⁶¹ Dessa incitament finns dock redan i dagens system, om än med en växelkursrisk. Om Riksbanken i en lågkonjunktur sänker räntan kommer detta att ge personer med räntebärande tillgångar incitament att flytta kapital till länder där avkastningen är högre.⁶²

Det potentiella kapitalflyktsproblemet ska dock inte överdrivas. Vid varje given tidpunkt måste kapitalplaceraren göra en bedömning av hur konjunkturparametern kan komma att ändras. Ju mer frekvent konjunkturparametern kan ändras, desto svårare blir det att flytta kapital mellan olika länder i arbitragevinstsyfte.⁶³

Även om en variabel beskattning av kapitalinkomster kan leda till en viss ökad skatteplanering så borde incitamenten till sådana beteenden vara mindre än i ett permanent olikformigt skattesystem. Skatteregler som permanent ger upphov till skattearbitragemöjligheter av olika former bör givetvis undvikas. Med den skisserade modellen kommer det inte att finnas skattearbitragemöjligheter vid normala konjunkturlägen. De potentiella

Den skisserade modellen kan uppfattas som trubbig i en globaliserad värld där det finansiella kapitalet är lätttröligt över gränserna.

Det potentiella kapitalflyktsproblemet ska inte överdrivas.

De potentiella skatteplaneringsproblemen ska vägas mot de stabiliseringspolitiska fördelarna.

⁵⁸ Om värdet av ränteavdragen är större än exempelvis skatten på aktieavinsten blir det lönsamt för skatteplanerare att ingå terminskontrakt med banker där skatteplaneraren lånar pengar av banken och köper en aktiepost för krediten. Banken deponerar aktieposten och förbinder sig samtidigt mot en avgift att köpa tillbaka aktierna till ett belopp som motsvarar det initiala inköpspriset plus den ränta skatteplaneraren har betalat till banken för krediten. Skatteplaneraren och banken kan göra stora vinster på detta medan staten får stå för kostnaden för de ränteavdrag skatteplaneraren gör. I betänkandet "Våra skatter", SOU 2002:47, sid. 219–220, ges ett pedagogiskt exempel på hur en sådant terminskontrakt kan se ut i praktiken.

⁵⁹ För att undvika att ägare till fåmansaktiebolag omvandlar arbetsinkomster till kapitalinkomster finns i det svenska skattesystemet så kallade 3:12-regler som innebär att en schablonmässigt bestämd del av inkomsterna beskattas som kapitalinkomst och att resterande del – i förekommande fall – beskattas som arbetsinkomst. En konjunkturberoende beskattning av räntenettet skulle enbart påverka storleken på den inkomst som tas upp till kapitalinkomstbeskattning respektive arbetsinkomstbeskattning. Detta innebär att så länge 3:12-reglerna finns kvar i sin nuvarande utformning torde inte en variabel beskattning av ränteinkomster öka incitamenten att omvandla arbetsinkomster till kapitalinkomster och vice versa.

⁶⁰ Det bör påpekas att dessa former av arbitrageproblem helt skulle kunna elimineras om konjunkturparametern tilläts slå igenom på beskattningen av alla kapitalinkomster och inte bara på räntenettet. Detta skulle dock i vissa konjunkturlägen skapa incitament att omvandla arbetsinkomster till kapitalinkomster och vice versa. Det skulle också till viss del en konjunkturberoende variabel beskattning av förvärvsinkomster leda till. I båda fallen skulle sannolikt 3:12-reglerna behöva ses över.

⁶¹ Det bör dock påpekas att den typen av skatteflykt är olaglig.

⁶² I den ekonomiska litteraturen kallas detta för ränteabitrage.

⁶³ Om EU:s så kallade sparandedikretiv för räntebärande tillgångar skulle bli verklighet skulle detta potentiella problem sannolikt bli betydligt mindre.

Under alla omständigheter bör det finnas ett visst utrymme att variera beskattningen av räntenettet i stabiliseringspolitiskt syfte.

la skatteplaneringsproblemen ska vägas mot de stabiliseringspolitiska fördelarna. Under alla omständigheter bör det finnas ett visst utrymme att variera kapitalinkomstbeskattningen i stabiliseringspolitiskt syfte.

Vi vill betona att vi inte menar att en konjunkturberoende variabel beskattning av ränteinkomster kan ersätta penningpolitiken som stabiliseringspolitiskt instrument om Sverige väljer att stå utanför valutaunionen. Möjligtvis skulle ett sådant instrument i vissa lägen kunna användas som ett komplement till penningpolitiken, inte minst eftersom penningpolitiken i första hand påverkar de korta räntorna medan en variabel beskattning av ränteinkomsterna påverkar både de korta och långa räntorna.

När bör nationella finanspolitiska åtgärder vidtas i ett enskilt euroland?

Vi har tidigare i artikeln argumenterat för att det vid vissa typer av asymmetriska störningar i ekonomin är nödvändigt att justera den reala växelkursen. I ett system med fast växelkurs är det detsamma som att säga att det finns situationer som motiverar att inflationen i Sverige avviker från euroområdet genomsnitt. Syftet med detta avslutande avsnitt är att utifrån en analys av Blanchard (2000) och Calmfors med flera (2003) identifiera störningar som bör bemötas med stabiliseringspolitik respektive störningar som bör föranleda en justering av den reala växelkursen.

ÅTGÄRDER VID OLIKA TYPER AV STÖRNINGAR

Hur bör störningar av olika slag bemötas vid ett svenskt medlemskap i valutaunionen?

Det är givetvis svårt att på ett enkelt sätt analysera huruvida (landsspecifika) störningar av olika slag bör föranleda nationella stabiliseringspolitiska åtgärder i ett enskilt euroland. En analys av Blanchard (2000) kan tjäna som en första utgångspunkt för hur störningar av olika slag bör hanteras om Sverige går med i valutaunionen. Låt oss därför beskriva huvuddragen i Blanchards analys:⁶⁴

Antag att ekonomin initialt befinner sig i jämvikt med både intern och extern balans. Med intern balans avses att faktisk BNP sammanfaller med potentiell BNP.⁶⁵ Med extern balans avses balans i utrikeshandeln, det vill säga att exportefterfrågan är lika stor som importefterfrågan. Importefterfrågan antas bero på BNP och den reala växelkursen. Exportefterfrågan antas bero enbart på den reala växelkursen.⁶⁶

⁶⁴ Den läsare som önskar en mer formell framställning hänvisas till Blanchard (2000).

⁶⁵ Med potentiell BNP avses den bruttonationalprodukt som skulle erhållas om arbetskraft och kapital användes med normal intensitet.

⁶⁶ Importen ökar då BNP och den reala växelkursen ökar. Exportefterfrågan minskar då den reala växelkursen ökar.

Antag nu att den inhemska efterfrågan av någon anledning ökar, allt annat lika, vilket får till följd att ekonomin hamnar i en överhettningssituation där faktisk BNP är större än potentiell BNP, vilket leder till handelsbalansunderskott (vid en given real växelkurs ökar importen då BNP ökar). En möjlighet för de som ansvarar för stabiliseringspolitiken är att inte göra någonting alls; inflationen skulle då öka, vilket i sin tur skulle få den reala växelkursen att appreciera. Detta skulle innebära att exportefterfrågan skulle minska, vilket i sin tur så småningom skulle återföra den faktiska produktionen till den potentiella nivån – dock till priset av ett ännu större underskott i handelsbalansen. Att låta den reala växelkursen appreciera kan således inte vara den optimala strategin i detta fall. Ett bättre alternativ är att strama åt den inhemska efterfrågan med finanspolitiska medel, eftersom både intern och extern balans då kan uppnås utan att den reala växelkursen förändras.

Antag nu istället att ekonomin drabbas av en kraftigt ökad exportefterfrågan, allt annat lika.⁶⁷ Vid en oförändrad real växelkurs befinner sig nu ekonomin i en situation med ett överskott i handelsbalansen. Liksom i förra fallet skulle en finanspolitisk åtstramning leda till intern balans men inte till extern balans eftersom åtgärden inte påverkar den reala växelkursen och exportefterfrågan. I den mån både intern och extern balans eftersträvas, är den optimala strategin i detta fall istället att låta den reala växelkursen appreciera eftersom det samtidigt innebär att exportefterfrågan dämpas. Enda sättet att appreciera den reala växelkursen är att låta inflationen överstiga euroområdet inflation under en period.

Även om modellen i Blanchards artikel inte beaktar alla relevanta problem leder den – givet förutsättningarna – fram till ett par intuitiva resultat, nämligen att en inhemska efterfrågestörning bör bemötas med finanspolitiska åtgärder, medan en exportefterfrågestörning bör hanteras genom att inflationen i Sverige tillåts avvika från omvärlden, vilket samtidigt innebär att den reala växelkursen förändras.

Ett inte lika uppenbart resultat av Blanchards analys är att en positiv produktivitetstörning i vissa fall kan och bör få leda till en högre inflation i Sverige än i omvärlden. I en modell där man inte skiljer på konkurrensutsatta och icke konkurrensutsatta varor, brukar man vanligtvis komma fram till slutsatsen att en positiv produktivitetsschock åtminstone på kort sikt bör ha en inflationsdämpande effekt. Denna slutsats är dock inte självklar i en modell där det antas att produktivitetstörningen i första hand drabbar produktionen av konkurrensutsatta varor. Antag att den konkurrensutsatta sektorn (exportsektorn) har en högre produktivitetssökning än resten av

En inhemska efterfrågestörning bör bemötas med finanspolitiska åtgärder medan en exportefterfrågestörning bör hanteras genom att inflationen i Sverige tillåts avvika från den i omvärlden.

⁶⁷ Vi kan exempelvis anta att omvärldens preferenser för svenska produkter har ökat.

Om man i ett euroland kan identifiera en högre inflation än i omvärlden som en Balassa-Samuelsoneffekt, bör inga aktiva finanspolitiska åtgärder vidtas.

ekonomin. En sådan utgångspunkt torde vara rimlig för de flesta länder. Antag därtill att produktivetsökningen i den konkurrensutsatta sektorn under en period är högre än omvärldens. Vid givna världsmarknadspriser kommer produktivetsökningen i den konkurrensutsatta sektorn att leda till högre reallöner (via den högre marginalproduktiviteten) och till en ökning av relativpriset för icke konkurrensutsatta varor. Detta fenomen är känt som den så kallade Balassa-Samuelsoneffekten. Som Blanchard påpekar är detta fenomen kanske mer relevant för "catching up"-ekonomier som exempelvis den irländska.⁶⁸ I sådana ekonomier kommer ett högre relativpris på icke konkurrensutsatta varor att leda till högre inflation som bör få slå igenom i en apprecierande real växelkurs.⁶⁹ Med andra ord, om man i ett euroland kan identifiera en högre inflation i förhållande till omvärlden som en Balassa-Samuelsoneffekt, bör inga aktiva finanspolitiska åtgärder vidtas.

Blanchard tillämpar analysen ovan i en studie av vad som kan förklara att Irland de senaste åren har haft en betydligt högre inflation än euroområdet genomsnitt. På efterfrågesidan bedöms expansionen förklaras till lika delar av en expansion i den inhemska efterfrågan och i exportefterfrågan. Mot bakgrund av slutsatserna i Blanchards analys innebär detta att den optimala policymixen borde bestå av lika delar fiskal åtstramning och inflation (real appreciering). En viss del av den – i förhållande till euroområdet – avvikande inflationstakten, kan förklaras av Balassa-Samuelsoneffekten.

NOMINELL LÖNESTELHET, TEMPORÄRA KONTRA PERMANENTA STÖRNINGAR OCH "BOOM AND BUST CYCLES"

Blanchards analys beaktar inte graden av nominell lönestelhet och vilken inverkan det kan tänkas ha på behovet av stabiliseringspolitiska åtgärder vid temporära respektive permanenta störningar i exempelvis exportefterfrågan. Inte heller beaktar modellen fluktuationer i tillgångspriserna.

Calmfors med flera (2003) skriver att i fallet med *permanent* strukturella förändringar, som exempelvis en permanent ökad relativ exportefterfrågan eller en ökning av ett eurolands relativa produktivitet, bör den relativa prisutvecklingen "få sköta jobbet". Sådana situationer bör således hanteras via en justering av den reala växelkursen. Att bemöta permanenta strukturella förändringar med stabiliseringspolitiska åtgärder riskerar

⁶⁸ Balassa-Samuelsoneffekten bör vara särskilt relevant för EU:s ansökarländer. Se Baldwin med flera (2001). Balassa-Samuelsoneffekten brukar också användas för att förklara varför u-länder generellt sett har lägre prisnivåer än utvecklade länder.

⁶⁹ För en mer formell beskrivning av Balassa-Samuelsoneffekten, se Obstfeld & Rogoff (1996).

bara att fördröja en nödvändig anpassning till varaktigt ändrade förhållanden.

Calmfors med flera menar dock att detta inte är en lämplig strategi om störningen är temporär och om lönerna är trögrikliga neråt. Skälet är att en ökad inflation i temporära överhettningssituationer tenderar att leda till permanenta lönehöjningar som i sin tur leder till en appreciering av den reala växelkursen. Detta gör det mer komplicerat att bedriva diskretionär finanspolitik i en efterföljande lågkonjunktur eftersom den högre reala växelkursen då kräver större finanspolitiska åtgärder och större budgetunderskott än vad som annars hade krävts. Innebörden är således att det även vid exempelvis en temporär stor ökning i exportefterfrågan kan finnas skäl att tillgripa finanspolitiska åtstramande åtgärder om inflationskompenserande lönehöjningar i högkonjunkturer tenderar att bli permanenta.

Calmfors med flera skriver också att även risken för så kallade "boom-bust cycles" kan motivera finanspolitiska åtgärder vid exempelvis temporära störningar i utrikeshandeln och produktivitetstillväxten. Variationer i tillgångspriserna tenderar att förstärka konjunkturuppgångar respektive nedgångar. Calmfors med flera hänvisar till en studie av Bordo & Jeanne (2002) som visar att "boom bust cycles" tenderar att vara mer utmärkande för fastighetspriserna än för aktiepriserna och också mer frekvent förekommande i små länder.⁷⁰ Eftersom störningar i fastighetspriser bör vara mer landspecifika än störningar i aktiepriser menar Calmfors med flera att risken för "boom bust cycles" bör vara central i en diskussion om hur den nationella stabiliseringspolitiken bör utformas i små euroländer. Utifrån ett sådant perspektiv framstår en variabel beskattning av räntetotot som ett tänkbart stabiliseringspolitiskt instrument eftersom det rimligtvis har en relativt stor effekt på fastighetspriserna.

Även vid en temporär stor ökning i exportefterfrågan kan det finnas skäl att tillgripa finanspolitiska åtstramande åtgärder om inflationskompenserande lönehöjningar i högkonjunkturer tenderar att bli permanenta.

Risken för så kallade "boom-bust cycles" kan också motivera finanspolitiska åtgärder vid temporära störningar i utrikeshandeln och produktivitetstillväxten.

Sammanfattning och avslutande kommentarer

Vi har i denna artikel diskuterat förutsättningar för att bedriva stabiliseringspolitik med finanspolitiska instrument vid ett eventuellt svenskt deltagande i valutaunionen då Sverige frånhänder sig den egna penningpolitiken. Följande frågor har diskuterats: (i) Vad ska målet för den nationella stabiliseringspolitiken vara? (ii) Vilka fördelar finns med att delegera de stabiliseringspolitiska besluten till en politiskt oberoende myndighet? (iii) Finns det finanspolitiska instrument som är mer lämpliga att delegera än andra? (iv) Går det att hitta finanspolitiska instrument som i stor utsträckning liknar nuvarande ränteändringar, både när det gäller verk-

⁷⁰ Se Bordo & Jeanne (2002) för en förklaring till detta resultat.

ningsgrad, fördelnings- och allokeringseffekter? (v) När bör finanspolitiska åtgärder vidtas i ett enskilt euroland?

Behovet av nationella stabiliseringspolitiska åtgärder bör göras utifrån en analys av flera olika indikatorer.

När det gäller valet av stabiliseringspolitiskt mål menar vi att det är viktigast att de analyser och prognoser som legat till grund för det stabiliseringspolitiska beslutet redovisas på ett öppet och stringent sätt. En analys av huruvida Sverige är på väg mot ett konjunkturläge som avviker markant från euroområdet och huruvida det i sin tur bör föranleda nationella stabiliseringspolitiska åtgärder bör rimligtvis göras med utgångspunkt från flera olika indikatorer.

Avgörande för att stabiliseringspolitiken ska bli effektiv är att den är trovärdig.

Avgörande för att stabiliseringspolitiken ska bli effektiv är att den är trovärdig. Erfarenheterna visar att den politiska beslutsprocessens karaktär kan leda till att trovärdigheten för stabiliseringspolitiken försvagas. Detta argument var avgörande för beslutet att i riksbankslagstiftningen, som trädde i kraft 1999, delegera penningpolitiken till en oberoende myndighet. Vid ett svenskt medlemskap i EMU kommer det nationella stabiliseringspolitiska ansvaret att fullt ut axlas av finanspolitiken, vilket på nytt aktualiserar trovärdighetsproblemet. I den ekonomiska litteraturen finns det förslag på att delegera stabiliseringspolitiken till en politiskt oberoende myndighet också då de stabiliseringspolitiska instrumenten är av fiskal natur. De argument som låg bakom delegeringen av penningpolitiken till självständiga centralbanker bör rimligtvis vara relevanta även för stabiliseringspolitik i finanspolitisk regi.

Tillkomsten av självständiga centralbanker har varit central för att få ner inflationstakten i många länder.

Även om förslaget om att delegera vissa finanspolitiska instrument till en självständig myndighet kan verka vara en radikal idé, ska kritiken inte överdrivas. En liknande typ av skepticism riktades en gång i tiden mot förslaget om att införa självständiga centralbanker. Självständiga centralbanker är i dag en realitet och de flesta bedömare anser att just tillkomsten av självständiga centralbanker, vid sidan om regler och mål som förbättrat budgetdisciplinen och de offentliga finanserna, har varit central för att få ner inflationstakten i många länder.

Om en majoritet i riksdagen står bakom ett beslut att delegera stabiliseringspolitiska instrument till en självständig myndighet är beslutet per definition demokratiskt förankrat.

Det har i debatten hävdats att en delegering av vissa finanspolitiska instrument till en oberoende myndighet skulle vara odemokratisk. Under förutsättning att en majoritet i riksdagen står bakom ett beslut om att delegera stabiliseringspolitiska instrument till en självständig myndighet är ett sådant beslut per definition demokratiskt förankrat, på samma sätt som beslutet att delegera penningpolitiken till Riksbanken var.

Finanspolitiken förfogar över ett brett spektrum av tänkbara stabiliseringspolitiska instrument både på statsbudgetens inkomst- och utgiftssida. En diskussion om vilka finanspolitiska instrument som skulle kunna vara lämpliga att delegera till en självständig myndighet måste med nödvändighet ha sin utgångspunkt i en mer allmän diskussion om vilka instrument som generellt sett är lämpliga ur stabiliseringssynpunkt. Vi visar att

många av de stabiliseringspolitiska beslutsproblemen en förändring av exempelvis inkomstskatt, moms och arbetsgivaravgift är förknippade med – och som också har legat till grund för mycket av kritiken i den akademiska litteraturen mot en stabiliseringspolitik i finanspolitisk regi – kan minimeras om en självständig myndighet fattar de stabiliseringspolitiska besluten.

Det kan möjligtvis av politiska skäl anses vara olämpligt att den självständiga myndigheten ska kunna ändra på enskilda skatter eftersom det av tradition är och alltid har varit riksdagens uppgift. Som ett alternativ skulle den självständiga myndigheten istället kunna ändra på en konjunkturparameter som temporärt påverkar skatteuttaget. En sådan modell garanterar att den självständiga myndigheten inte långsiktigt skulle kunna påverka fördelnings- och strukturpolitiken eller bestämma den långsiktiga skatte- och utgiftsnivån. Det skulle i en sådan regim således fortsättningsvis vara regeringens och riksdagens uppgift.

En intressant fråga är om det går att finna finanspolitiska instrument som i stor utsträckning liknar nuvarande räntevapen. Har det gått att delegera räntebesluten till en oberoende myndighet med motiveringen att räntan är ett generellt och brett verkande instrument, bör det av samma skäl kunna argumenteras för att ett finanspolitiskt instrument med snarlika effekter som en ränteändring också borde kunna delegeras i en eller annan form. Vi visar att en konjunkturbetingad variation av beskattningen av räntenettet bör kunna påverka ekonomin i stor utsträckning på liknande sätt som en ränteändring. Ett finanspolitiskt instrument som vid en given nominalränta för euroområdet som helhet *direkt* kan påverka realräntan i ett enskilt euroland bör vara av intresse i situationer där den gemensamma penningpolitiken har lett till en realränta som inte är optimal för det enskilda landet. Detta instrument har dock några potentiella tillämpningsproblem, bland annat ger det periodvis incitament till arbitragevinster. Vi visar dock att dessa problem i viss utsträckning finns även då räntan varierar i nuvarande penningpolitiska regim. Dessa potentiella problem ska vägas mot de stabiliseringspolitiska fördelarna.

När finanspolitiska åtgärder bör sättas in i ett enskilt euroland är beroende av typen av störning. Stora inhemska efterfrågestörningar bör bemötas med finanspolitiska åtgärder. Permanenta störningar i utrikeshandeln eller i den relativa produktivitetstillväxten bör däremot inte föranleda några åtgärder. Att bemöta permanenta strukturella förändringar med stabiliseringspolitiska åtgärder riskerar bara att fördröja en nödvändig anpassning till varaktigt ändrade förhållanden. Vid tillfälliga störningar i utrikeshandeln och produktivitetstillväxten kan det dock finnas skäl att vidta stabiliseringspolitiska åtgärder om lönerna är trögrorliga neråt och vid kraftiga fluktuationer i tillgångspriserna.

Finanspolitiken förfogar över ett brett spektrum av tänkbara stabiliseringspolitiska instrument både på statsbudgetens inkomst- och utgiftssida.

Det går att finna finanspolitiska instrument som i stor utsträckning liknar nuvarande räntevapen.

När finanspolitiska åtgärder bör sättas in i ett enskilt euroland är beroende av typen av störning.

Vi vill avslutningsvis betona att syftet med uppsatsen inte har varit att komma med färdiga lösningar på hur det stabiliseringspolitiska ramverket *bör* utformas vid ett svenskt medlemskap i valutaunionen. Avsikten har varit att komplettera analysen och debatten på vissa områden och lyfta fram möjliga lösningar som inte tidigare diskuterats särskilt utförligt. Olika institutionella utformningar av beslutsprocessen, stabiliseringspolitiska mål och instrument är förknippade med olika för- och nackdelar. Lösningar som är ekonomiskt motiverade är inte alltid politiskt gångbara. Detta bör dock inte vara ett skäl till att avstå från en analys och diskussion kring sådana lösningar. Det som i dag uppfattas som politiskt otänkbart kan bli politiskt korrekt i framtiden.

■ Referenser

- Auerbach, A., (2002), "Is there a Role for Discretionary Fiscal Policy?", paper prepared for the *Federal Reserve Bank of Kansas City conference on Rethinking Stabilization Policy*, August 29–31.
- Baldwin, R. E., Berglöf, E., Giavazzi, F. & Widegren, M., (2001), "Eastern Enlargement and ECB reform", *Swedish Economic Policy Review*, vol. 8, no. 1.
- Ball, L., (1997), "A Proposal for the Next Macroeconomic Reform", *Victoria Economic Commentaries*, March, sid. 1–7.
- Blanchard, O., (2000), "Country adjustments within Euroland. Lessons after two years", written for *Monitoring the European Central Bank*, an annual report on European Central Bank, March 2001.
- Blinder, A., (1997), "Is Government too Political", *Foreign Affairs*, vol. 76.
- Bordo, M. D. & Jeanne, O., (2002), "Boom-Busts in Asset Prices, Economic Instability and Monetary Policy", *CEPR Discussion Paper*, no. 3398.
- Calmfors, L., Corsetti, G., Flemming, J., Honkapohja, S., Kay, G., Leibfritz, W., Saint-Paul, G., Sinn, H-W. & Vives, X., (2003), *Report on the European Economy 2003*, European Economic Advisory Group (EEAG) at the CESifo Institute in Munich.
- Cecchetti, S., Nelson, M. & Sonora, R., (2000), "Price Level Convergence among United State Cities: Lessons for the European Central Bank", *working paper*, Ohio State University.
- Cooper, R. & Kempf, H., (2002), "Overturning Mundell: Fiscal Policy in a Monetary Union", *Research Department Staff Report 311*, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Duarte, M. & Wolman, A. L., (2002), "Regional Inflation in a Currency Union: Fiscal Policy vs. Fundamentals", *European Central Bank Working Paper Series*, no. 180.
- Feldstein, M., (2002a), "Is there a Role for Discretionary Fiscal Policy? – Comment", paper prepared for the *Federal Reserve Bank of Kansas City conference on Rethinking Stabilization Policy*, August 29–31.
- Feldstein, M., (2002b), "The Role for Discretionary Fiscal Policy in a Low Interest Rate Environment", *NBER Working Paper*, 9203.
- Feldstein, M., (1980), "Tax Rules and the Mismanagement of Monetary Policy", *American Economic Review* 70, sid. 182–186.
- Finansiell stabilitet, (2002), Sveriges riksbank, nr 2, november, sid. 59–67.

- Gruen, N., (2001), "Greater Independence for Fiscal Institutions", *OECD Journal of Budgeting*, vol. 1, no. 1.
- Gruen, N., (1997), "Making Fiscal Policy Flexibly Independent of Government", *Agenda*, vol. 4, sid. 297–307.
- Hemming, R. & Kell, M., (2001), "Promoting fiscal responsibility – transparency, rules and independent fiscal authorities", *mimeo*, Fiscal Affairs Department, IMF.
- Kocherlakota, N. & Phelan, C., (1999), "Explaining the Fiscal Theory of the Price Level", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, vol. 23, no. 4, sid. 14–23.
- Mitlid, K. & Vesterlund, M., (2001), "Räntestyrning på välutvecklade finansiella marknader – Riksbankens räntestyrningssystem sett i perspektiv", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, Sveriges riksbank.
- Mundell, R., (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 51, sid. 657–264.
- Nelson, E., (2002), "The Future of Monetary Aggregates in Monetary Policy Analysis", paper prepared for the *Conference on the tenth anniversary of the Taylor rule*, in the *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, November 22–23.
- Obstfeld, M. & Rogoff, K., (1996), *Foundations of International Macroeconomics*.
- Pressmeddelande nr 5, 2003, Kommentar till debattartikel i Dagens Nyheter, Sveriges riksbank, 2003-01-23.
- Proposition (1997/98:40).
- Riksbankens yttrande över betänkandet *Stabiliseringspolitik i valutaunionen* (SOU 2002:16), Dnr 02-773-DIR. Detta yttrande har också publicerats i *Penning- och valutapolitik*, nr 4, 2002.
- Røisland, Ø., (2002), "Implications of Capital Income Taxation for Monetary Policy", *Working Paper*, Central Bank of Norway.
- Sargent, T. & Wallace, N., (1981), "Some Unpleasant Monetaristic Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Fall 1981.
- SOU 2002:47, "Våra skatter?", betänkande från *Skattebasutredningen*.
- SOU 2002:16, "Stabiliseringspolitik i valutaunionen", slutbetänkande av *Kommittén för stabiliseringspolitik för full sysselsättning vid ett svenskt medlemskap i valutaunionen*.
- Woodford, M., (1995), "Price Level Determinacy without Control of Monetary Aggregate", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 43, (December):1–46.
- Wylosz, C., (2002), "Fiscal policy: Institutions vs Rules", *bilaga 5 till SOU 2002:16*.

Appendix

Utgångspunkten är att variera värdet på en konjunkturparameter så att effekten på beskattningen av företagets räntenetto *vid en given europeisk räntenivå* blir densamma som om den nationella räntan istället hade varierats. Enligt skatterättsliga regler utgör det verkliga resultatet av näringsverksamhet (*EBT*) basen för den skattemässiga inkomstberäkningen. Inkomst av näringsverksamhet (*NBI*) erhålles genom att från företagets intäkter dra av kostnader och avskrivningar med tillägg/avdrag för bokslutmässiga dispositioner och skattemässiga justeringar.

Låt oss för enkelhets skull bortse från avskrivningar och tillägg/avdrag för bokslutmässiga dispositioner/skattemässiga justeringar. Låt oss tills vidare också bortse från alla intäkter och kostnader förutom ränteintäkter ($i^{nr}S$) och räntekostnader ($i^{nr}L$). Under dessa förutsättningar sammanfaller det verkliga resultatet med företagets räntenetto

$$(A.1) \quad EBT = i^{nr} (S - L).$$

Det innebär att inkomst av näringsverksamhet efter bolagsskatt i nuvarande regim blir

$$(A.2) \quad NBI = (1 - \tau^b) EBT = i^{nr} (S - L)(1 - \tau^b).$$

där τ^b är bolagsskattesatsen. Om sparandet i räntebärande tillgångar är större än skulderna uppstår ett positivt räntenetto som beskattas med den generella bolagsskattesatsen (som enligt nuvarande skatteregler uppgår till 28 procent). Om skulderna är större än tillgångarna uppstår en förlust som får kvittas mot framtida vinster.⁷¹ Denna möjlighet har inte hushållen.

Vid ett svenskt deltagande i EMU, kommer Riksbanken inte att kunna påverka den nationella räntenivån. Vid en given europeisk räntenivå är det dock möjligt att påverka beskattningen av räntenettet i Sverige genom att variera konjunkturparametern så att effekten på räntenettet efter skatt i princip blir densamma som om den nationella räntenivån istället hade justerats. För att se detta låt oss i det förenklade exemplet utgå från företagets verkliga resultat

$$(A.3) \quad EBT = i^{EMU} (S - L).$$

⁷¹ Det effektiva värdet av detta förlustavdrag kommer dock att bli mindre än 28 procent.

I enlighet med nuvarande skatterättsliga principer skulle konjunkturparametern påverka räntenettet via posten skattemässiga justeringar (TA) i deklarationen enligt

$$(A.4) \quad TA = -i^{EMU} (S - L) + KP i^{EMU} (S - L).$$

Inkomsten av näringsverksamhet efter bolagsskatt blir därmed

$$(A.5) \quad NBI = EBT - \tau^B (EBT + TA) = i^{EMU} (S - L) (1 - KP \tau^B).$$

Problemet blir således att bestämma konjunkturparametern (KP) så att följande gäller

$$(A.6) \quad i^{EMU} (S - L) (1 - KP \tau^B) = i (S - L) (1 - \tau^B).$$

där i^{EMU} är den europeiska räntenivån. Detta uttryck kan skrivas om som

$$(A.7) \quad KP = 1 + \left(\frac{i^{EMU} - i}{i^{EMU}} \right) \left(\frac{1 - \tau^B}{\tau^B} \right).$$

Hur påverkas ekonomin av inflationsmålet?

AV MALIN ADOLFSON OCH ULF SÖDERSTRÖM

Författarna arbetar på forskningsavdelningen.

Vi analyserar tre olika samband i ekonomin: inflationens persistens, sambandet mellan inflation och produktionsgap samt växelkursens genomslag på inflationen. Alla tre sambanden kan förväntas ha försvagats som en effekt av att inflationsmålet infördes i mitten av 1990-talet. Det visar sig vara svårt att med statistiska metoder säkerställa att sådana förändringar verkligen har skett, både i verkliga data och i en simulerad teoretisk modell. Våra resultat har också implikationer för diskussionen om den nya ekonomin.

Författarna är tacksamma för kommentarer från Anders Vredin, Staffan Viotti, Kerstin Mitlid och från många andra kollegor på Riksbanken.

Inflationsmål och ekonomiska samband

Under första hälften av 1990-talet förändrades penningpolitikens inriktning dramatiskt i Sverige från en penningpolitisk regim med fast växelkurs – med återkommande devalveringar – till en penningpolitisk regim med stabilisering av den allmänna prisnivån som övergripande mål. Hur kan man förvänta sig att ekonomin påverkas av en sådan omläggning av penningpolitiken? Förändringen av penningpolitiken och införandet av ett inflationsmål påverkar rimligen inte bara inflationen, utan även andra variabler och deras samvariation med inflationen.

En centralbank som betonar prisstabilitet kommer att söka motverka inflationsdrivande störningar i syfte att återföra inflationen till målet. Därför skulle man kunna vänta sig att en omläggning av penningpolitiken mot en större betoning på prisstabilitet skulle leda till att inflationen blir mindre persistent och att inflationen skulle samvariera mindre med exempelvis produktionsgap och växelkurs.

Syftet med denna artikel är att närmare analysera tre ekonomiska samband: inflationens persistens, sambandet mellan inflation och produktionsgap samt växelkursens genomslag på inflationen. Samtliga dessa samband har diskuterats både i den populära debatten och i den akade-

Införandet av ett inflationsmål påverkar inte bara inflationen, utan även andra variabler och deras samvariation med inflationen.

Vi analyserar tre ekonomiska samband: inflationens persistens, sambandet mellan inflation och produktionsgap samt växelkursens genomslag på inflationen.

miska litteraturen. Många har noterat att dessa samband tycks ha försvagats under de senaste åren, både i Sverige och utomlands.¹

I analysen undersöker vi systematiskt om dessa samband i realiteten har ändrats efter den penningpolitiska omläggningen i Sverige. Vi börjar med att ingående analysera statistiska belägg för att dessa tre samband har förändrats. Analysen sker dels i form av enkla korrelationer, dels i form av regressionsanalys. Vi kommer fram till att tecknen på förändringar i samtliga tre samband är svaga och att eventuella förändringar för det mesta inte är statistiskt säkerställda.

Den empiriska analysen försvåras av att den tid som förflutit sedan inflationsmålet infördes ännu är relativt kort.

Den empiriska analysen försvåras av att den tid som förflutit sedan inflationsmålet infördes ännu är relativt kort. Därför kan störningar av olika slag och strukturella förändringar göra att effekterna av den penningpolitiska omläggningen inte kan mätas med säkerhet. För att renodla analysen använder vi därför i ett andra steg en teoretisk modell av en liten öppen ekonomi. I denna modell kan vi se exakt hur en omläggning av penningpolitiken, i riktning mot en större betoning på prisstabilitet, påverkar de samband vi är intresserade av när alla andra strukturella samband hålls oförändrade. Simuleringar av modellen visar att samtliga tre samband försvagas efter införandet av ett inflationsmål, men att det är svårt att empiriskt fånga dessa förändringar eftersom störningar av olika slag introducerar brus i de statistiska mätningarna.

Vår analys visar att det är svårt att fastställa effekterna på ekonomin av den penningpolitiska omläggningen.

Vår analys visar således att det är svårt att fastställa effekterna på ekonomin av den penningpolitiska omläggningen. Rimligtvis är det ännu svårare att med statistiska metoder identifiera förändringar i andra strukturella samband som exempelvis den "nya ekonomin"; att ökad konkurrens skulle ha minskat ekonomins inflationsbenägenhet. Vi visar att denna minskade inflationsbenägenhet mycket väl kan ha sin grund i den nya penningpolitiken (införandet av inflationsmål).

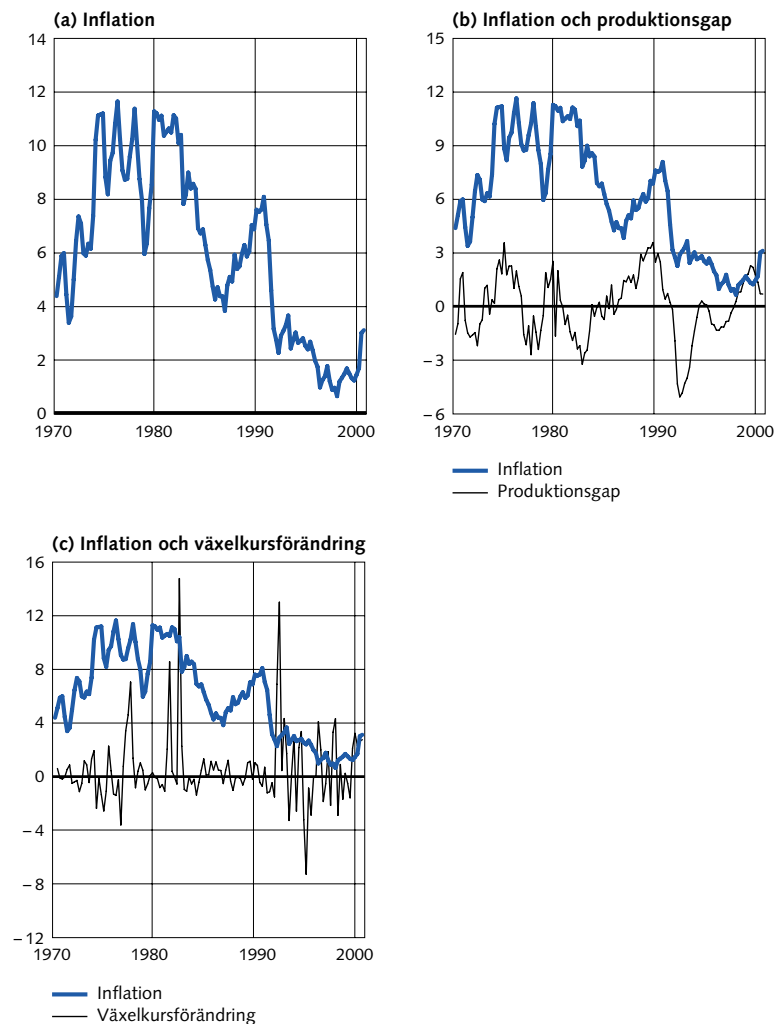
Empirisk analys: har de ekonomiska sambanden förändrats?

Vi börjar med att se om vi med statistiska metoder kan identifiera förändringar i våra tre ekonomiska samband. Diagram 1 visar inflationen, pro-

¹ Siklos (1999) visar att inflationens persistens har fallit i Finland, Kanada, Nya Zeeland, Spanien, Storbritannien och Sverige. Beaudry & Doyle (2001) argumenterar för att Phillipskurvan har blivit flackare i Kanada och USA. Gagnon & Ihrig (2001) och Campa & Goldberg (2002) visar att genomslaget av växelkursrörelser på inflationen har minskat i en rad länder, däribland Sverige. Ett antal rutor i Riksbankens inflationsrapporter analyserar dessa samband och deras relevans för penningpolitiken; se returnerna "Har sambandet mellan produktionsgap och inflation förändrats?" i Inflationsrapport 1999:3, "Utväxlingen mellan tillväxt och inflation" i Inflationsrapport 2001:4, och "Växelkursens genomslag i priserna" i Inflationsrapport 2001:3. Samtliga dessa studier har dock problem med att finna statistiskt signifikanta förändringar över tiden.

duktionsgapet (avvikelsen av real BNP från trend) och förändringen i den nominella växelkursen under åren 1970 till 2001.²

Diagram 1. Inflation, produktionsgap och nominell växelkursförändring, 1970–2001
Procent



I dessa diagram kan man se vissa tecken på att inflationens persistens, sambandet mellan inflation och produktionsgap samt växelkursens genomslag på inflationen har försvagats efter det att inflationsmålet inför-

² Inflationen är mätt som årlig procentuell förändring i UND1X (KPI exklusive räntekostnader, skatter och subventioner), produktionsgapet är den procentuella avvikelsen av real BNP från en trend beräknat med ett Hodrick-Prescott-filter och växelkursförändringen är den procentuella kvartalsförändringen i den TCW-viktade nominella växelkursen. Samtliga statistiska serier är kvartalsdata.

des under första hälften av 1990-talet. Under både 1970- och 1980-talet var inflationen hög och volatil, med långvariga avvikelser från det långsiktiga medelvärdet. Sedan 1993 har däremot inflationen varit låg och stabil, med mindre och kortare perioder av avvikelser från medelvärdet. Således verkar persistensen i inflationen ha minskat.

Under perioden före 1990 kan ett positivt, men något fördröjt, samband mellan produktionsgap och inflation skönjas. Ett positivt produktionsgap har i allmänhet följts av ökad inflation med ett till två års eftersläpning. Under 1990-talet verkar detta samband ha försvagats. Varken den djupa lågkonjunkturen i början av 1990-talet eller den kraftiga ekonomiska uppgången i slutet av 1990-talet verkar ha haft någon större effekt på inflationen.

Slutligen tycks den nominella växelkursen ha mindre effekt på inflationen efter 1992. Under tiden med fast växelkurs (före november 1992) dominerades växelkursrörelserna av ett fåtal stora devalveringar, men för övrigt var växelkursen relativt stabil, medan inflationen var mer volatil. Efter 1992 har växelkursen varit avsevärt mer variabel, men effekterna på inflationen tycks ha varit små.

Dessa enkla observationer bör dock studeras närmare innan vi kan dra slutsatsen att de ekonomiska sambanden verkligen har förändrats. Ett problem är naturligtvis att perioden sedan övergången till flytande växelkurs i slutet av 1992 eller införandet av inflationsmålet 1995 ännu är relativt kort. Därför kan det vara svårt att fastställa om dessa förändringar verkligen har skett innan ytterligare data blir tillgänglig.

För att analysera denna frågeställning mer i detalj går vi in på varje samband för sig och delar upp vår tidsperiod i två perioder: tiden före inflationsmålet (1970–1994) och tiden med inflationsmål (1995–2001).³ I varje enskilt fall börjar vi analysen med enkla korrelationer i vårt datamaterial, varefter vi övergår till regressionsanalys. På så sätt försöker vi på ett mer metodiskt sätt upprepa den analys vi tidigare gjorde av diagrammen. Slutligen tar vi ett samlat grepp genom att inkludera alla tre samband i en och samma regression, baserad på ekonomisk teori. Denna ansats gör att vi kontrollerar för samverkan mellan de olika variablerna och tar hänsyn till företagens hela prissättningsbeteende. Vi försöker då också undvika de statistiska problem som de enkla regressionerna lider av. I statistisk mening kommer vi därför få en mer väl-specifierad modell.

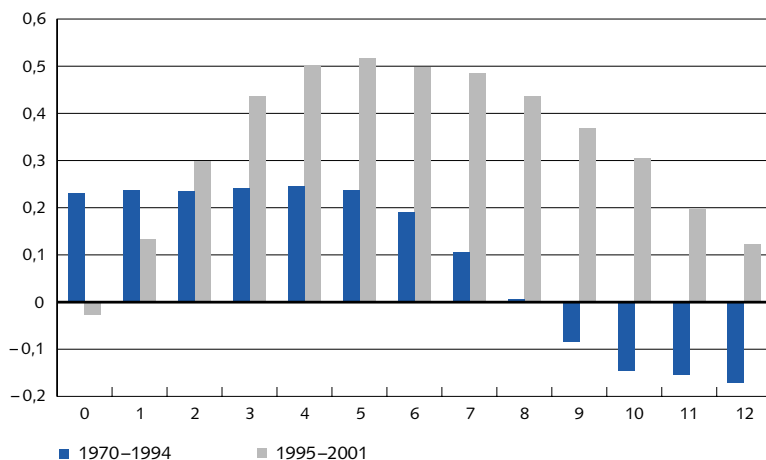
För att analysera vår frågeställning går vi in på varje samband för sig och delar upp tidsperioden i tiden före inflationsmålet och tiden med inflationsmål.

³ Riksbanksfullmäktige beslöt i januari 1993 att målet för penningpolitiken är att förändringen i konsumentprisindex från och med 1995 begränsas till 2 procent, med ett toleransintervall om ± 1 procentenhet.

Diagram 2 visar hur korrelationen mellan inflation och produktionsgap i tidigare kvartal har förändrats mellan perioderna 1970–1994 och 1995–2001. För den första perioden finns en tydlig positiv samvariation. Allt annat lika gav ett positivt produktionsgap i allmänhet signal om ökad inflation både under samma kvartal och under de närmast följande sju kvartalen. För den andra perioden verkar sambandet ha förskjutits över tiden. På kort sikt är sambandet nu mycket svagt (eller till och med negativt), men på något längre sikt (två till tolv kvartal) är det starkt positivt. Det är svårt att i diagram 2 finna stöd för hypotesen att sambandet skulle ha försvagats; snarare har samvariationen blivit långsammare och mer utdragen över tiden.

Det är svårt att finna stöd för att sambandet mellan inflation och produktionsgap skulle ha försvagats sedan mitten av 1990-talet.

Diagram 2. Korrelation mellan inflation och produktionsgap



Anm.: Korrelation (π_t, y_{t-j}) för $j = 0, 1, \dots, 12$ kvartal.

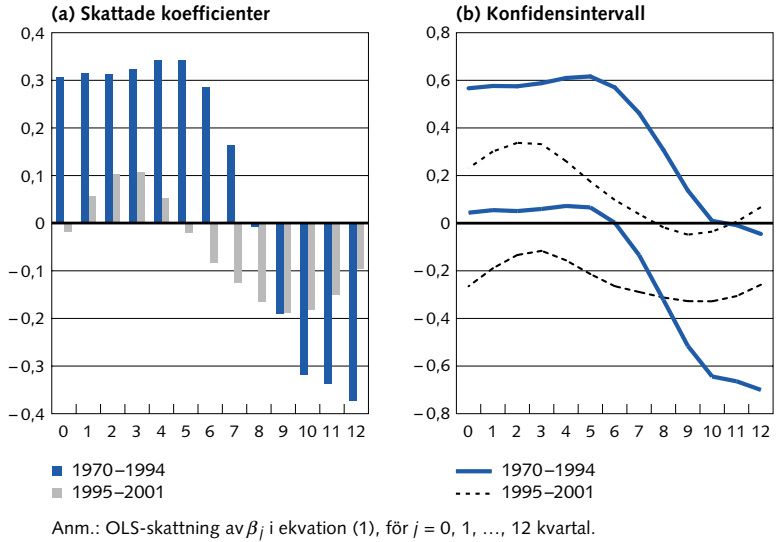
Diagram 3a visar ett alternativt mått på samvariation mellan inflation och produktionsgap, i termer av de skattade koefficienterna β_j i regressionen

$$(1) \quad \pi_t = \alpha + \beta_j y_{t-j} + \varepsilon_t, \quad j = 0, 1, \dots, 12,$$

där π_t är den årliga inflationen i kvartal t och y_{t-j} är produktionsgapet i kvartal $t-j$. Nu blir bilden en annan än den i diagram 2; de skattade koefficienterna har minskat kraftigt mellan de två delperioderna. Detta skulle kunna tolkas som att sambandet skulle ha försvagats.

Diagram 3b visar 95-procentiga konfidensintervall runt de skattade regressionskoefficienterna (de heldragna linjerna representerar perioden 1970–1994 och de streckade linjerna 1995–2001). Även om punktskatt-

Diagram 3. Skattade regressionskoefficienter mellan inflation och produktionsgap



ningarna av koefficienterna i diagram 3a har minskat mellan de två perioderna, är dessa förändringar inte statistiskt signifikanta eftersom konfidensintervallen överlappar varandra. Det är lätt att utifrån denna enkla analys förstå varför man trots sig observera att sambandet mellan inflation och produktionsgap har försvagats, men det visar sig vara svårt att finna statistiskt säkra bevis för att detta verkligen skulle ha skett. Delvis kan detta bero på att vi har utelämnat viktiga variabler i vår enkla regression. Vi återkommer därför till denna fråga i en mer komplett analys senare.

Korrelationerna i diagram 2 och de skattade koefficienterna i diagram 3 ger mycket olika bilder av sambandet mellan inflation och produktionsgap. Vad beror detta på? Dessa två mått är nära besläktade, eftersom båda grundar sig på samvariation (kovarians) mellan inflation och produktionsgap. De skiljer dock sig åt på en avgörande punkt; korrelationen tar hänsyn till variabiliteten i både inflation och produktionsgap, medan regressionskoefficienten endast tar hänsyn till variabiliteten i produktionsgapet.⁴ Diagram 4 illustrerar varför förändringarna i korrelationen och regressionskoefficienten skiljer sig åt genom att visa observationer av

⁴ Korrelationen mellan de två variablerna π och y beräknas som

$$\rho = \frac{\text{cov}(\pi, y)}{\sqrt{\text{var}(\pi) \text{var}(y)}}$$

där $\text{cov}(\pi, y)$ är kovariansen mellan variablerna och $\text{var}(\pi)$ är variansen för π . Den skattade koefficienten från regressionen

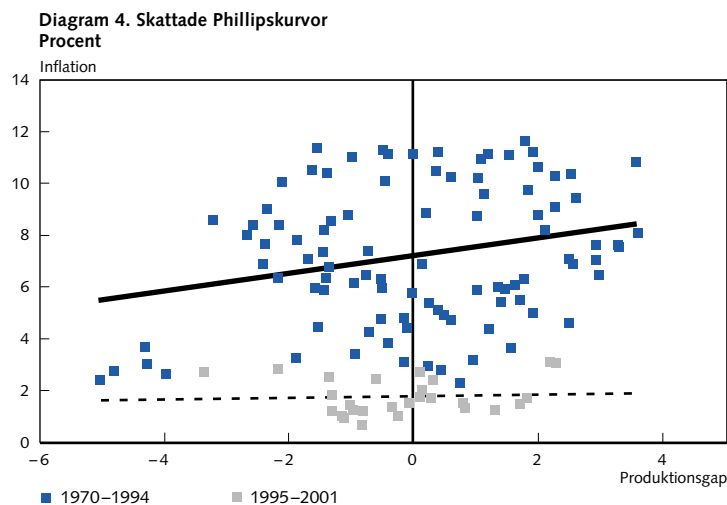
$$\pi = \alpha + \beta y + \varepsilon$$

ges av

$$\hat{\beta} = \frac{\text{cov}(\pi, y)}{\text{var}(y)}$$

och R^2 från regressionen är lika med kvadraten på korrelationskoefficienten.

inflationen och produktionsgapet fyra kvartal tidigare tillsammans med skattningar av regressionen (1).⁵ Under perioden 1995–2001 är inflationen mindre variabel än under perioden före 1995, medan produktionsgapet varierar ungefär lika mycket under båda perioderna. På samma gång har kovariansen mellan de två variablerna minskat. Eftersom regressionskoefficienten inte tar hänsyn till minskningen i inflationens variabilitet har den minskat i takt med att kovariansen har minskat (den nedre regressionslinjen är flackare än den övre). Korrelationen mellan inflation och produktionsgap har däremot påverkats av minskningen i inflationens variabilitet, och har därför inte minskat, utan till och med ökat mellan de båda perioderna (från 0,25 till 0,50).



Anm.: Observationer av inflation och produktionsgap samt skattade regressionslinjer för perioderna 1970–1994 (heldragen) och 1995–2001 (streckad).

INFLATIONENS PERSISTENS

Diagram 5 visar hur inflationens persistens har förändrats mellan perioden 1970–1994 och perioden 1995–2001. Diagrammet visar inflationens autokorrelationsfunktion, det vill säga korrelationen mellan inflationen i ett kvartal och inflationen i tidigare kvartal. Diagrammet tyder på att inflationen har blivit mindre persistent; korrelationen mellan inflationen i ett kvartal och inflationen fyra kvartal tidigare var 0,6 för perioden 1970–1994 men bara 0,15 för perioden 1995–2001.

⁵ De två skattade regressionerna i diagram 4 är

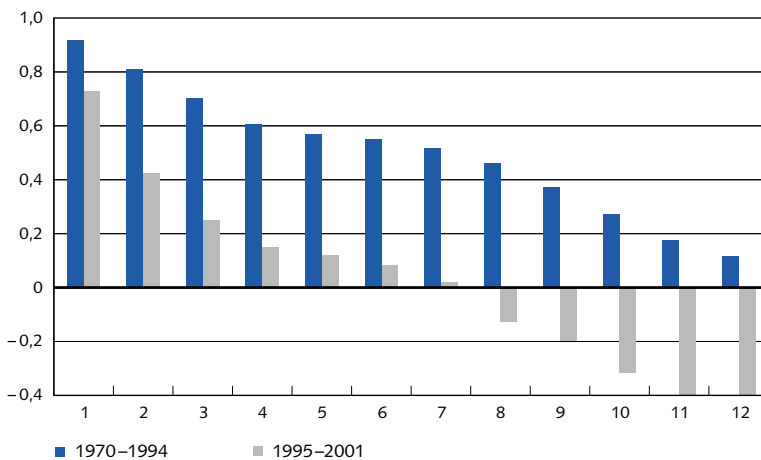
$$\pi_t = 7,18 + 0,341 y_{t-4} + \varepsilon_t$$

för 1970–1994 och

$$\pi_t = 1,77 + 0,0524 y_{t-4} + \varepsilon_t$$

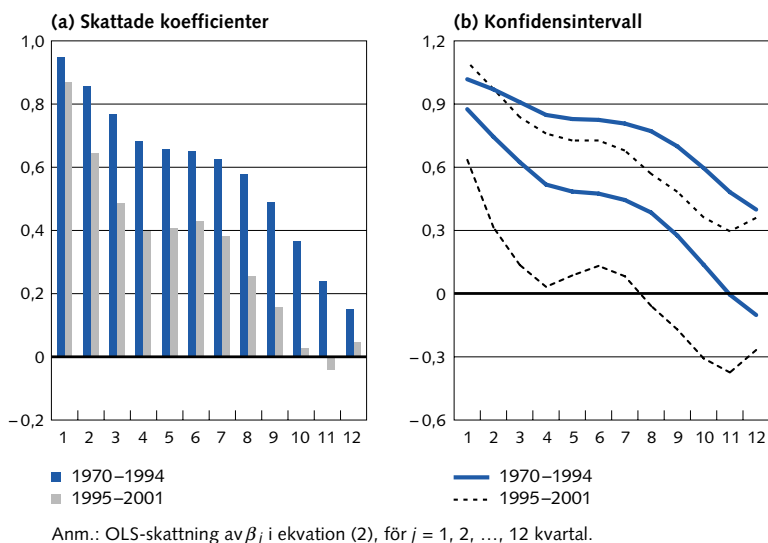
för 1995–2001.

Diagram 5. Inflationens persistens (autokorrelation)



Anm.: Korrelation (π_t, π_{t-j}) för $j = 1, 2, \dots, 12$ kvartal.

Diagram 6. Skattade regressionskoefficienter mellan inflation och inflation i tidigare kvartal



Anm.: OLS-skattning av β_j i ekvation (2), för $j = 1, 2, \dots, 12$ kvartal.

Att inflationen tycks ha blivit mindre persistent åskådliggörs också i diagram 6a, som visar skattningar av β -koefficienterna i regressionen

$$(2) \quad \pi_t = \alpha + \beta_j \pi_{t-j} + \varepsilon_t, \quad j = 1, 2, \dots, 12.$$

Inte heller dessa förändringar är emellertid statistiskt signifikanta; de 95-procentiga konfidensintervallen kring parameterskattningarna för de två perioderna överlappar varandra för alla horisonter (se diagram 6b). Även

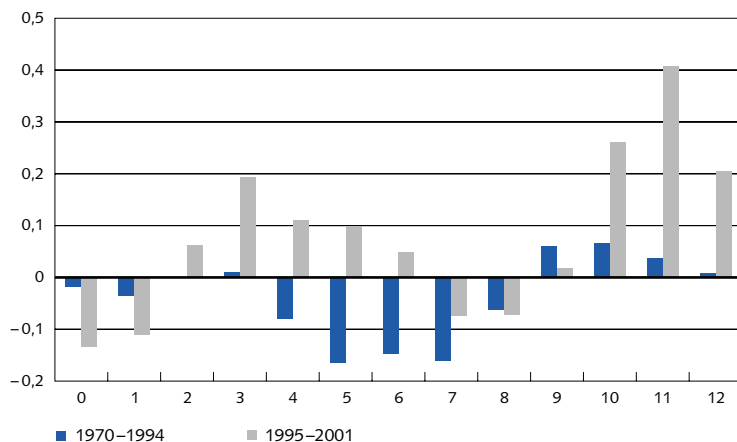
här är tecknen på att inflationen skulle ha blivit mindre persistent alltför svaga för att vi med säkerhet ska kunna säga att så verkligen är fallet.

Tecknen på att inflationen skulle ha blivit mindre persistent är alltför svaga för att vi med säkerhet ska kunna säga att så verkligen är fallet.

VÄXELKURSENS GENOMSLAG PÅ INFLATIONEN

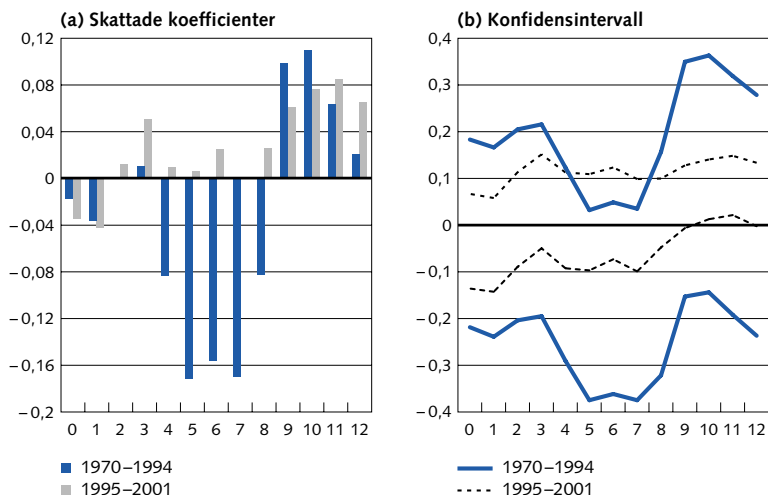
Diagram 7 visar hur korrelationen mellan inflation och växelkursförändring i tidigare kvartal har förändrats mellan perioderna 1970–1994 och 1995–2001. Diagram 8 visar de skattade koefficienterna från regressionen

Diagram 7. Korrelation mellan inflation och växelkursförändring



Anm.: Korrelation ($\pi_t, \Delta s_{t-j}$) för $j = 0, 1, \dots, 12$ kvartal.

Diagram 8. Skattade regressionskoefficienter mellan inflation och växelkursförändring



Anm.: OLS-skattning av β_j i ekvation (3), för $j = 0, 1, \dots, 12$ kvartal.

$$(3) \quad \pi_t = \alpha + \beta_j \Delta s_{t-j} + \varepsilon_t, \quad j = 0, 1, \dots, 12,$$

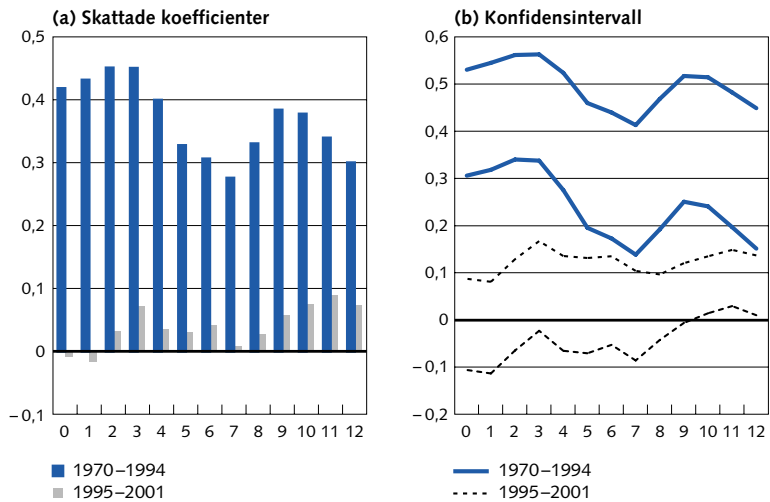
där Δs_t är kvartalsförändringen av den nominella växelkursen. Det är svårt att i diagrammet urskilja något mönster alls. Båda måtten på växelkursens genomslag är ofta negativa, även på lång sikt, vilket inte verkar rimligt.⁶

I studier av växelkursens genomslag på inflationen inkluderas ofta priset på utländska varor, som har stor påverkan på importörernas kostnader (se till exempel Gagnon & Ihrig (2001)). Diagram 9 visar därför skattningar av regressionen

$$(4) \quad \pi_t = \alpha + \beta_j (\Delta s_{t-j} + \Delta p_{t-j}^f) + \varepsilon_t, \quad j = 0, 1, \dots, 12,$$

där Δp_t^f är förändringen i den utländska (TCW-viktade) prisnivån.

Diagram 9. Skattade regressionskoefficienter mellan inflation och växelkursförändring korrigerat för utländsk inflation



Anm.: OLS-skattning av β_j i ekvation (4), för $j = 0, 1, \dots, 12$ kvartal.

Mått på detta sätt tycks genomslaget av växelkursförändringar på inflationen ha minskat.

Mått på detta sätt tycks genomslaget av växelkursförändringar på inflationen ha minskat, och förändringen är också signifikant eftersom konfidensintervallen inte överlappar varandra. Från att ha varit starkt positivt under den första perioden har genomslaget under den andra perioden blivit mycket svagt. Vi kan inte ens utesluta att det är noll.

⁶ Notera att detta är effekten på konsumentpriserna. Förutom växelkursen påverkas konsumentpriserna av en rad andra komponenter som inte modelleras här. Ett bättre mått på växelkursgenomslaget är därför den direkta effekten på importpriserna. För en närmare diskussion se Adolfson (2003).

Regressionerna som har redovisats är mycket enkla och inte någon bra beskrivning av verkligheten. I teoretiska modeller av öppna ekonomier (liksom i den modell vi använder senare) påverkas företagens prissättning (och därmed inflationstakten) både av produktionsgap och av växelkurs, och dessutom ofta av inflationstakten i perioden dessförinnan. När vi skattar de enkla sambanden tar vi inte hänsyn till dessa samspel i ekonomin, utan utelämnar många potentiellt viktiga variabler, vilket gör att våra resultat inte är helt tillförlitliga.

Man kan undersöka om en regression är en rimlig beskrivning av verkligheten genom att analysera modellens felterm. Om viktiga variabler har utelämnats ur analysen kan detta visa sig som ett systematiskt mönster i feltermen, till exempel att feltermerna är korrelerade över tiden, inte är normalfördelade, eller inte har samma varians över hela tidsperioden. Då uppfylls inte de antaganden som ligger till grund för regressionsanalysen och det går inte att dra säkra slutsatser från de ekonometriska resultaten.

Våra enkla modeller visar ofta tecken på att vara felspecificerade. För att konstruera en bättre beskrivning av de verkliga sambanden skattar vi därför en mer komplett modell som ligger närmare teoretiska modeller av företagens prissättningsbeteende.

I ett första steg inkluderar vi de tre variablerna vi är intresserade av i samma regression och skattar

$$(5) \quad \pi_t = \alpha + \beta^\pi \pi_{t-1} + \beta^y y_{t-1} + \beta^s \Delta s_t + \varepsilon_t.$$

I tabell 1 redovisas resultaten från denna skattning dels för hela perioden, dels för de två delperioderna. Här ser vi tecken på att inflationens persistens (koefficienten β^π) och växelkursens genomslag (β^s) har minskat, men dessa förändringar tycks inte vara signifikanta. När vi inkluderar de andra variablerna har sambandet mellan inflation och produktionsgap (β^y) inte försvagats alls, utan snarare ökat något, om än inte signifikant.

Den nedersta delen av tabellen visar resultaten från två specifika-tionstest och ett så kallat Chow-test för strukturellt brott under första kvartalet 1995. Specifikationstesten tyder på att vi fortfarande har pro-

Regressionerna som har redovisats är mycket enkla och inte någon bra beskrivning av verkligheten.

Våra enkla modeller visar ofta tecken på att vara felspecificerade, därför skattar vi en mer komplett modell.

När vi inkluderar andra variabler har sambandet mellan inflation och produktionsgap inte försvagats alls.

TABELL 1. SKATTNING MED ALLA VARIABLER

	1970:1–2001:3	1970:1–1994:4	1995:1–2001:3
α	0,002 (0,002)	0,004 (0,003)	0,002 (0,002)
β^π	0,967** (0,023)	0,941** (0,036)	0,887** (0,117)
β^y	0,053 (0,042)	0,064 (0,050)	0,107 (0,068)
β^s	0,056° (0,029)	0,070° (0,036)	0,002 (0,029)
\bar{R}^2	0,934	0,881	0,685
Antal observationer	126	99	27
Durbin-Watson	1,446	1,393	1,823
Jarque-Bera	14,808 [0,001]	4,199 [0,123]	8,006 [0,018]
Chow-test 1995:1	0,596 [0,666]		

Anm.: OLS-skattning av ekvation (5). Standardfel inom parentes, p -värden inom hakparentes. **/*/' betyder att koefficienten är signifikant skild från 0 på 1-, 5- och 10-procentsnivån.

blem med seriekorrelation och (i viss mån) icke-normalitet. Chow-testet ger inget stöd för ett strukturellt brott 1995.⁷

För att råda bot på dessa specificeringsproblem skattar vi en något mer generell modell, där flera typer av tidsfördröjning tillåts. För att bestämma vilka variabler som ska inkluderas i modellen har vi börjat med en modell som inkluderar många laggar och sedan successivt uteslutit de variabler som inte är signifikanta. Detta leder till specificeringen

$$(6) \quad \pi_t = \alpha + \beta_1^\pi \pi_{t-1} + \beta_2^\pi \pi_{t-2} + \beta^y y_{t-1} + \beta^s \Delta s_t + \varepsilon_t.$$

Skattningarna av ekvation (6) presenteras i tabell 2. Här ser vi än en gång att inflationens persistens (mätt som summan av koefficienterna β_1^π och β_2^π) och växelkursens genomslag verkar ha minskat något, dock inte signifikant. Återigen verkar dock sambandet mellan produktionsgap och inflation ha förstärkts något mellan de två perioderna, men inte signifikant.

Slutligen väljer vi att skatta en modell där vi inkluderar förändringen i den utländska prisnivån, eftersom denna rimligtvis påverkar företagets kostnader. Således skattar vi regressionen

$$(7) \quad \pi_t = \alpha + \beta_1^\pi \pi_{t-1} + \beta_2^\pi \pi_{t-2} + \beta^y y_{t-1} + \beta^s (\Delta s_t + \Delta p_t^f) + \varepsilon_t.$$

⁷ För att testa om feltermen uppvisar tecken på icke-normalitet används Jarque-Beras teststatistika, som mäter hur mycket feltermserien avviker från den klockformade normalfördelningen i termer av skevhet (avvikelse från medelvärdet) och toppighet (om för få eller för många observationer ligger runt medelvärdet). Durbin-Watson's teststatistika mäter om feltermen är seriekorrelerad av första ordningen, det vill säga om det finns ett linjärt samband mellan innevarande periods felterm och föregående periods felterm. Om seriekorrelationen är obetydlig ligger statistikan i närheten av 2. Chow-statistikan testar om en given ekvation innehåller ett strukturellt brott, det vill säga att koefficienterna i regressionen inte är konstanta över hela tidsperioden. Modellen skattas dels för hela tidsperioden, dels separat för perioderna före och efter den potentiella brytpunkten. Om modellens felterm avviker i tillräcklig utsträckning mellan de olika tidsperioderna tyder detta på att det faktiskt har uppstått en förändring i relationen mellan variablerna.

TABELL 2. MER GENERELL SKATTNING MED ALLA VARIABLER

	1970:1–2001:3	1970:1–1994:4	1995:1–2001:3
α	0,002 (0,002)	0,005 [*] (0,003)	0,002 (0,002)
β_1^π	1,238** (0,087)	1,234** (0,098)	0,966** (0,210)
β_2^π	-0,280** (0,087)	-0,310** (0,097)	-0,100 (0,221)
$\beta_1^\pi + \beta_2^\pi$	0,958** (0,022)	0,924** (0,035)	0,866** (0,129)
β^y	0,039 (0,041)	0,054 (0,048)	0,095 (0,074)
β^s	0,056* (0,028)	0,072* (0,035)	-0,001 (0,030)
\bar{R}^2	0,940	0,892	0,673
Antal observationer	125	98	27
Durbin-Watson	1,981	1,978	1,983
Jarque-Bera	9,938 [0,007]	2,039 [0,361]	8,102 [0,017]
Chow-test 1995:1	0,803 [0,550]		

Anm.: OLS-skattning av ekvation (6). Standardfel inom parentes, p -värden inom hakparentes. **/*/' betyder att koefficienten är signifikant skild från 0 på 1-, 5- och 10-procentsnivån.

TABELL 3. MER GENERELL SKATTNING MED ALLA VARIABLER, UTLÄNDSK INFLATION INKLUDERAD

	1970:1–2001:3	1970:1–1994:4	1995:1–2001:3
α	0,001 (0,001)	0,004 [*] (0,003)	0,002 (0,003)
β_1^π	1,160** (0,084)	1,137** (0,093)	0,963** (0,210)
β_2^π	-0,276** (0,082)	-0,306** (0,091)	-0,095 (0,219)
$\beta_1^\pi + \beta_2^\pi$	0,884** (0,027)	0,831** (0,039)	0,868** (0,127)
β^y	0,042 (0,038)	0,059 (0,043)	0,095 (0,074)
β^s	0,093** (0,022)	0,113** (0,026)	0,003 (0,028)
\bar{R}^2	0,946	0,906	0,674
Antal observationer	125	98	27
Durbin-Watson	2,055	2,074	1,994
Jarque-Bera	5,615 [0,060]	1,161 [0,560]	7,377 [0,025]
Chow-test 1995:1	1,412 [0,225]		

Anm.: OLS-skattning av ekvation (7). Standardfel inom parentes, p -värden inom hakparentes. **/*/' betyder att koefficienten är signifikant skild från 0 på 1-, 5- och 10-procentsnivån.

Dessa resultat, som redovisas i tabell 3, liknar resultaten i de föregående skattningarna. Nu finner vi dock inte några tecken på att inflationen har blivit mindre persistent.

Sammanfattningsvis är det svårt att finna några starka belägg för att inflationens persistens, sambandet mellan inflation och produktionsgap samt växelkursens genomslag på inflationen skulle ha försvagats under senare tid. I vissa regressioner finner man svaga stöd för några av dessa

Det är svårt att finna starka belägg för att inflationens persistens, sambandet mellan inflation och produktionsgap samt växelkursens genomslag på inflationen skulle ha försvagats under senare tid.

Vi renodlar analysen genom att använda en teoretisk modell, där vi kan introducera en omläggning av penningpolitiken medan andra strukturella samband hålls oförändrade.

hypoteser, men förändringarna är sällan signifikanta, och ibland får vi resultat som går i motsatt riktning.

Problemet med att finna signifikanta samband för perioden efter det att inflationsmålet infördes kan självfallet bero på att perioden ännu är relativt kort (endast 27 kvartalsobservationer från första kvartalet 1995 till tredje kvartalet 2001). Detta gör exempelvis att standardfelen för de skattade koefficienterna i den tredje kolumnen i tabellerna 1–3 ofta är större än i de två andra kolumnerna. Dessutom kan andra strukturella förändringar än penningpolitiken introducera brus i våra skattningar. Därför renodlar vi i nästa avsnitt analysen genom att använda en teoretisk modell, där vi kan introducera en omläggning av penningpolitiken medan andra strukturella samband hålls oförändrade. På så sätt kan vi med större säkerhet identifiera effekterna av omläggningsen på de ekonomiska sambanden.

Teoretisk analys: hur borde de ekonomiska sambanden förändras?

EN MODELL AV EN ÖPPEN EKONOMI

Vi kan modellera övergången till en inflationsmålsregim som ett skift i centralbankens preferenser från stor vikt vid real stabilitet till stor vikt vid prisstabilitet.

För att analysera hur införandet av inflationsmålet borde påverka observerade samband i ekonomin använder vi en relativt enkel modell av en liten öppen ekonomi.⁸ Modellen består av relationer för inhemsk inflation, inhemskt produktionsgap, nominell och real växelkurs, inflation för importerade varor och aggregerad inflation (motsvarande KPI-inflation). För enkelhets skull bortser vi från andra internationella influenser än de som kommer via förändringar i växelkursen. Nominalräntan bestäms av en centralbank som har ett explicit inflationsmål, men som även lägger viss vikt vid stabilitet i den reala ekonomin och på de finansiella marknaderna. Vi kan således modellera övergången till en inflationsmålsregim som ett skift i centralbankens preferenser från stor vikt vid real stabilitet till stor vikt vid prisstabilitet. Här beskrivs modellen endast i verbal form, samtliga ekvationer och parametervärden återges i ett appendix.

Inflationen för inhemskt producerade varor bestäms av en Phillipskurverelation för en öppen ekonomi.

Inflationen för inhemskt producerade varor bestäms av en Phillipskurverelation för en öppen ekonomi. De inhemska företagen agerar på en marknad med imperfekt konkurrens och sätter sina priser som ett pålägg på sin marginalkostnad, som i sin tur beror på resursutnyttjandet i ekonomin, mätt i termer av ett produktionsgap.⁹ Priserna antas dock vara stela, företagen kan inte justera sina priser varje period. När tillfälle ges att justera priserna tar företagen därför hänsyn till sina förväntningar

⁸ Denna modell är en förenklad version av den som analyseras av Leitomo & Söderström (2001).

⁹ Ett ökat resursutnyttjande antas driva upp kostnaderna för företagens insatsvaror.

om framtida inflation, och dessa förväntningar antas i viss grad baseras på tidigare inflation. Eftersom inhemska företag använder importerade insatsvaror i sin produktion beror inhemsk inflation även på den reala växelkursen genom priserna på importerade insatsvaror. Slutligen påverkas inhemsk inflation av utbudsstörningar som avspeglar förändringar i kostnader som inte beror på ändringar i resursutnyttjandet.

Det *inhemska produktionsgapet* bestäms av hushållens konsumtionsplaner. Hushållen konsumerar en korg av inhemskt producerade och importerade varor, och fattar sina beslut om konsumtion och sparande beroende på ränteläget i ekonomin; en högre ränta (i reala termer) får hushållen att spara mer och skjuta en större del av sin konsumtion på framtiden. Därmed baseras dagens konsumtionsbeslut till viss del på förväntningar om framtida konsumtion. Hushållen vill dock ogärna göra stora justeringar av sin konsumtion, eftersom de anpassar sig till en viss konsumtionsnivå. Detta leder till trögheter i konsumtionsmönstret, och konsumtionen beror således även på föregående periods konsumtion. Den reala växelkursen bestämmer relativpriset mellan inhemska och importerade konsumtionsvaror, och påverkar därför produktionsgapet. Dessutom påverkas produktionsgapet också av slumpmässiga störningar som kan bero på förändringar i ekonomins potentiella produktionskapacitet.

Den *nominella växelkursen* bestäms av ett paritetsvillkor på valutamarknaden (så kallad öppen ränteparitet), modifierat för att ta hänsyn till investerarens riskbenägenhet. En högre räntenivå i den inhemska ekonomin än i utlandet måste avspegla förväntningar om en framtida depreciering av den inhemska växelkursen. Om så inte vore fallet skulle en investerare som lånar i utlandet och investerar i den inhemska ekonomin göra en förväntad vinst. Osäkerheten om framtida växelkursrörelser leder till en riskpremie på valutamarknaden som avspeglar investerarens riskbenägenhet. Denna riskpremie antas i genomsnitt vara noll, men den kan uppvisa långvariga rörelser åt det ena eller andra hållet.

Inflationen för importerade varor beror på den utländska inflationstakten justerad för förändringen i den nominella växelkursen. I linje med empirisk forskning antas att importerad inflation anpassas långsamt efter förändringar i växelkursen, så att växelkursens genomslag på inflationen sker *gradvis*.¹⁰ *Aggregerad KPI-inflation* bestäms som ett vägt genomsnitt av inhemsk och importerad inflation. Den *reala växelkursen* bestäms av kvoten mellan den utländska prisnivån mätt i inhemsk valuta och den inhemska prisnivån.

Det inhemska produktionsgapet bestäms av hushållens konsumtionsplaner.

Den nominella växelkursen bestäms av ett paritetsvillkor på valutamarknaden, som är modifierat för att ta hänsyn till investerarens riskbenägenhet.

Inflationen för importerade varor beror på den utländska inflationstakten justerad för förändringen i den nominella växelkursen.

¹⁰ Adolfson (2001) analyserar i detalj konsekvenserna för penningpolitiken av ett långsamt växelkursgenomslag.

Den inhemska nominella räntan bestäms av en oberoende centralbank, som vill minimera fluktuationer i inflation och produktionsgap men även undvika stora svängningar i ränteläget.

Den *inhemska nominella räntan* bestäms av en oberoende centralbank, som vill minimera fluktuationer i årlig KPI-inflation och i produktionsgap, men som även vill undvika stora svängningar i ränteläget. Eftersom priserna är stela kan centralbanken påverka realräntan genom förändringar i den nominella räntan. Realränteförändringar påverkar dels inhemska aktörers konsumtionsval, dels den nominella (och reala) växelkursen, vilka båda påverkar inflationen. Det krävs dock en avvägning mellan penningpolitikens olika mål. En centralbank som lägger större vikt vid inflationsmålet kommer att reagera mer aggressivt på inflationsimpulser, vilket leder till mer stabil inflation, men större volatilitet i den reala ekonomin (och i räntan). En centralbank som lägger större vikt vid real (eller finansiell) stabilitet kommer däremot att föra en mindre aggressiv politik vid inflationsstörningar.

Formellt bestämmer centralbanken nivån på nominalräntan genom att minimera en förlustfunktion som beror på variansen i inflation, produktionsgap och ränteförändring:

$$(8) \quad \min_{i_t} \alpha \text{var}(\bar{\pi}_t) + (1 - \alpha) \text{var}(y_t) + \nu \text{var}(i_t - i_{t-1}),$$

där $\bar{\pi}_t$ är årlig KPI-inflation, y_t är produktionsgap och i_t är kort nominalränta. Parametrarna α och ν bestämmer hur stor vikt centralbanken lägger vid prisstabilitet respektive stabilitet på räntemarknaden. Vikten vid räntestabilitet kommer genomgående i vår analys att vara en sjättedel.

Vi modellerar införandet av inflationsmålet som att vikten vid inflationsmålet i centralbankens målfunktion fördubblas.

Vi modellerar införandet av inflationsmålet som att vikten vid inflationsmålet i centralbankens målfunktion ökar från en tredjedel till två tredjedelar. Detta innebär alltså att centralbanken går från att lägga dubbelt så stor vikt vid real stabilitet som vid prisstabilitet till det motsatta förhållandet, att lägga dubbelt så stor vikt vid prisstabilitet som vid real stabilitet.¹¹ En sådan tolkning av penningpolitikens omläggning grundar sig i den ekonomisk-politiska tendensen i början på 1990-talet att tona ner sysselsättningsmålet för den ekonomiska politiken. Exempelvis skrev regeringen i finansplanen 1991 att¹²

¹¹ Man skulle kunna tänka sig att en inflationsmålsregim skulle modelleras som att centralbanken endast lägger vikt vid prisstabilitet, det vill säga $\alpha = 1$, $\nu = 0$. Det är dock allmänt accepterat att centralbanker med inflationsmål även till viss del bryr sig om stabilitet i den reala ekonomin (se till exempel Heikensten (1999)). Att centralbanken dessutom skulle lägga vikt vid att stabilisera ränteändringar är mer kontroversiellt. Empiriska studier tyder dock på att teoretiska modeller behöver en relativt stor vikt vid räntestabilitet för att återskapa mönstren i data (se Söderström med flera (2002)). En sådan vikt kan motiveras med att centralbanken lägger viss vikt vid stabilitet på de finansiella marknaderna.

¹² Proposition 1990/91:100, bilaga 1, sid. 4.

”För att värna sysselsättning och välfärd måste den ekonomiska politiken de närmaste åren med all kraft inriktas på att varaktigt nedbringa inflationen. Denna uppgift måste överordnas andra ambitioner och krav.”

Således kan vi tolka övergången till inflationsmålspolitik som att den huvudsakliga vikten för penningpolitiken flyttades från real stabilitet till prisstabilitet.

Vi beräknar sedan hur de samband vi har analyserat ovan påverkas av denna omläggning av penningpolitiken. Eftersom de fundamentala (eller strukturella) sambanden i modellen hålls konstanta, kommer alla observerade förändringar (till exempel i sambandet mellan inflation och produktionsgap) att bero på den penningpolitiska omläggningen.

Som vi nämnde ovan kommer vikterna i centralbankens målfunktion att avgöra hur centralbanken reagerar på olika störningar i ekonomin.¹³ En centralbank som lägger liten vikt vid prisstabilitet relativt real stabilitet (det vill säga har ett lågt värde på α) kommer inte att reagera kraftfullt på inflationsdrivande störningar, utan koncentrerar sig istället på att minska effekterna på den reala ekonomin. Därför återvänder inflationen långsamt till målet efter en störning medan produktionsgapet sluts relativt snabbt. En centralbank som i huvudsak lägger vikt vid att stabilisera inflationen (och har ett högt α) kommer å andra sidan att reagera kraftfullt på alla störningar för att snabbt driva inflationen tillbaka till målet, medan produktionsgapet tillåts variera mer.

Således kan vi förvänta oss att en omläggning av penningpolitiken till en större vikt vid prisstabilitet kommer att leda till lägre variabilitet i inflation men högre variabilitet i produktionsgap. De korrelationer som vi främst är intresserade av påverkas naturligtvis också av dessa förändringar. Exakt hur är dock svårt att uttala sig om innan vi har analyserat modellen.

MODELLRESULTAT

Vi simulerar modellen 1 000 gånger med 100 observationer varje gång. I varje simulering beräknar vi korrelationer och skattar regressioner på samma sätt som de vi presenterade tidigare. Diagram 10–12 visar genomsnitt av korrelationer över alla simuleringarna och diagram 13–15 visar skattade regressionskoefficienter på simulerade data.

Det visar sig att en omläggning till en penningpolitik med större vikt vid prisstabilitet i modellen leder till att inflationen tenderar att bli mindre persistent, sambandet mellan inflationen och produktionsgapet försvagas

Eftersom de fundamentala sambanden i modellen hålls konstanta, kommer alla observerade förändringar att bero på den penningpolitiska omläggningen.

¹³ Se Apel med flera (1999) för en enkel beskrivning av penningpolitik i liknande modeller.

Diagram 10. Modellkorrelation mellan inflation och produktionsgap

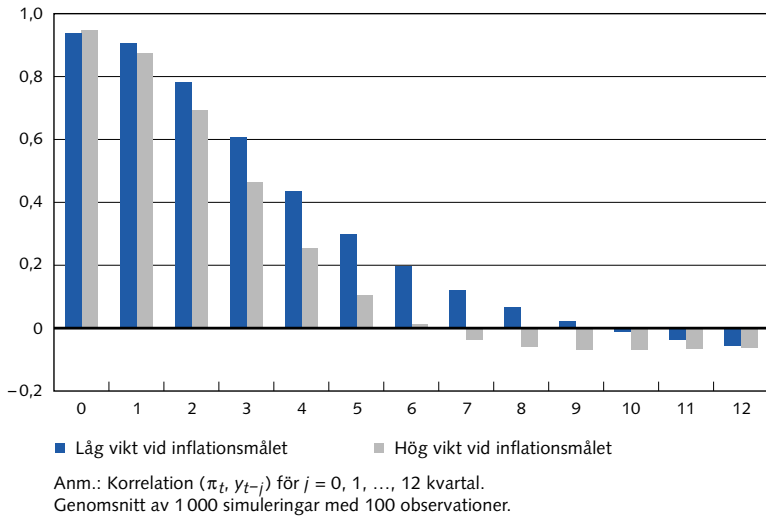
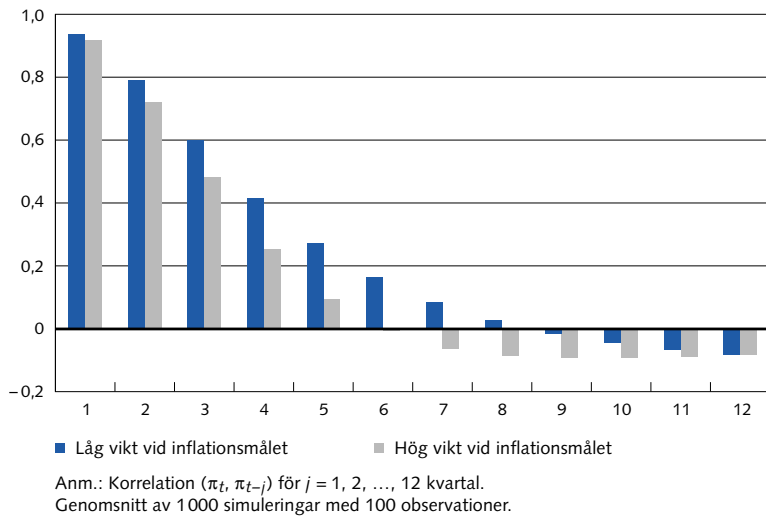


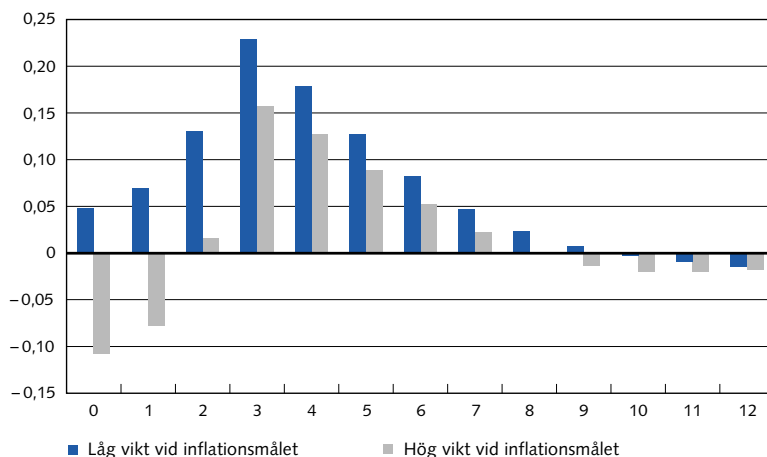
Diagram 11. Inflationens persistens (autokorrelation) i modellen



Även om vi här har försökt renodla analysen till att endast behandla effekterna av en penningpolitisk omläggning är tecknen på förändringar inte starka.

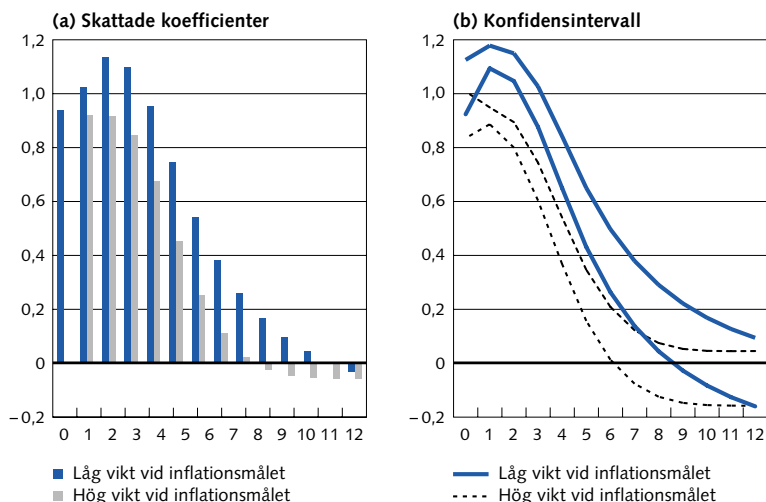
och växelkursens genomslag på inflationen minskar. Regressionerna på simulerade data visar dock att förändringarna i inflationens persistens och växelkursens genomslag inte är statistiskt signifikanta. Försvagningen i sambandet mellan produktionsgap och inflation är emellertid signifikant. Även om vi här har försökt renodla analysen till att endast behandla effekterna av en penningpolitisk omläggning är tecknen på förändringar inte starka. Vi skulle således inte med statistiska metoder kunna fastställa att förändringarna verkligen har skett.

Diagram 12. Modellkorrelation mellan inflation och växelkursförändring



Anm.: Korrelation ($\pi_t, \Delta s_{t-j}$) för $j = 0, 1, \dots, 12$ kvartal.
Genomsnitt av 1000 simuleringar med 100 observationer.

Diagram 13. Skattade regressionskoefficienter mellan inflation och produktionsgap i modellen



Anm.: OLS-skattning av β_j i ekvation (1), för $j = 0, 1, \dots, 12$ kvartal.
Genomsnitt av 1000 simuleringar med 100 observationer.

Ny ekonomi eller ny penningpolitik?

Vi har försökt belysa om omläggningen av penningpolitiken under första hälften av 1990-talet har fått de effekter på ekonomiska samband som vi skulle kunna förvänta oss. Vi visar i vår empiriska analys att det är svårt att statistiskt säkerställa att det verkligen har skett några sådana förändringar i observerade ekonomiska samband. Även om svaga tecken finns i vissa regressioner är de flesta förändringar inte statistiskt signifikanta.

Diagram 14. Skattade regressionskoefficienter mellan inflation och inflation i tidigare kvartal i modellen

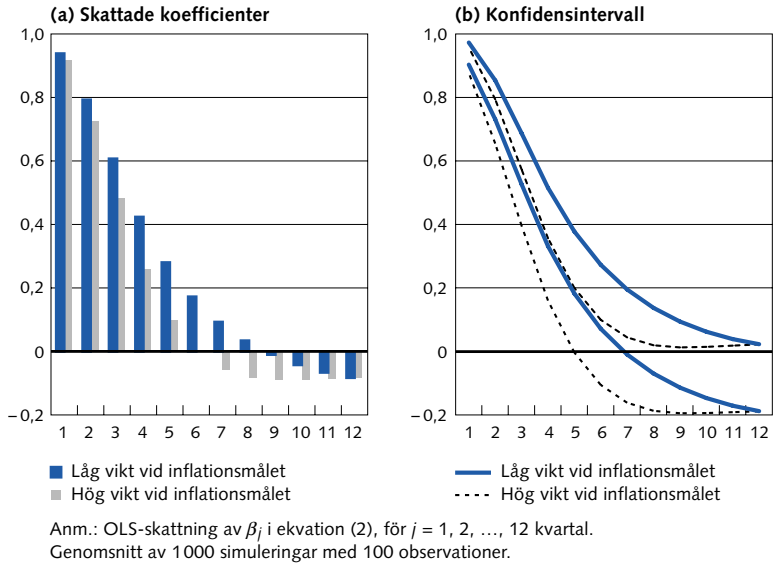
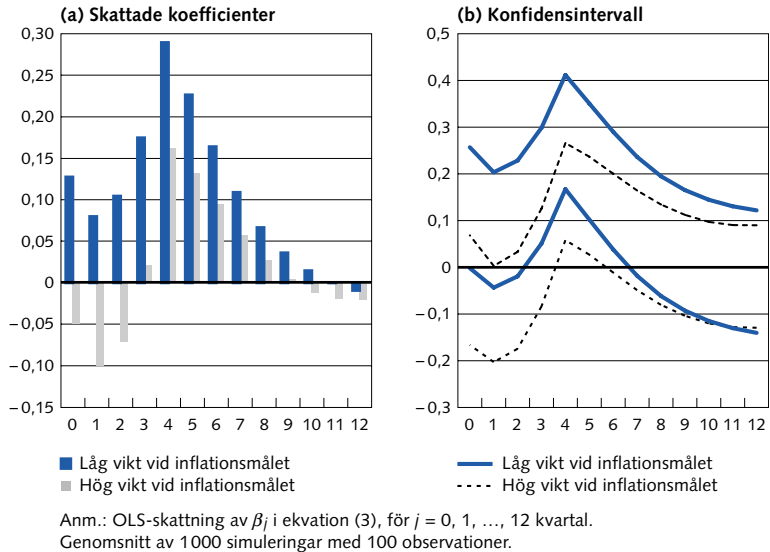


Diagram 15. Skattade regressionskoefficienter mellan inflation och växelkursförändring i modellen



Simuleringsresultaten från den teoretiska modellen visar dock att en omläggning av penningpolitiken till en regim med större betoning på prisstabilitet faktiskt kommer att påverka sambanden i ekonomin. En centralbank som lägger större vikt vid att stabilisera inflationen kommer att mer aktivt motverka inflationsdrivande störningar. Dessa störningar får därmed mindre långvariga effekter på inflationen, som blir mindre persistent. På

samma gång kommer störningar till produktionsgapet eller växelkursen att i mindre omfattning påverka inflationen. Således tycks sambandet mellan produktionsgapet och inflationen försvagas och växelkursens genomslag på inflationen tycks bli svagare. Dessa tre förändringar kan alltså påvisas trots att ekonomins struktur inte har förändrats. De strukturella sambanden mellan å ena sidan inflationen och å andra sidan tidigare inflation, produktionsgap och växelkurs har i våra modellsimuleringar hela tiden hållits konstanta. Våra resultat från den teoretiska modellen är förstås bara ett numeriskt exempel, men de antyder att införandet av ett inflationsmål i Sverige medför förändringar i observerade samband i ekonomin även om dessa kan vara svåra att fånga empiriskt.

Naturligtvis kan man tänka sig att det också har skett andra typer av strukturella förändringar i ekonomin som kan påverka de korrelationer vi undersökte i den empiriska analysen. För att identifiera sådana förändringar krävs dock en mer sofistikerad empirisk studie. Våra resultat här demonstrerar bara att man ska vara försiktig när man tolkar enkla samband i ekonomin. Vi visar att det är svårt att statistiskt påvisa några förändringar i sambanden trots att en omläggning av penningpolitiken faktiskt har skett. Det är därför troligen ännu svårare att utifrån statistiska data och enkla ekonomiska samband kunna säga att ekonomins funktionsätt på ett fundamentalt sätt skulle ha ändrats. Ett möjligt sätt vore dock att skatta en strukturell modell av den svenska ekonomin och formellt testa om några parametrar i modellen har förändrats. Man skulle då kunna påvisa om det också skett några förändringar i ekonomins grundläggande funktionsätt jämte införandet av ett inflationsmål. En sådan analys ligger dock utanför ramen för denna artikel.

Slutligen noterar vi att våra resultat har ytterligare konsekvenser för debatten om den "nya ekonomin"; att ökad konkurrens skulle ha minskat ekonomins inflationsbenägenhet och att ett givet produktionsgap därigenom skulle få mindre effekter på inflationen än tidigare. Våra simuleringar visar att omläggningen av penningpolitiken just kan förväntas minska det oberoende sambandet mellan produktionsgap och inflation. Således kan den minskade inflationsbenägenheten mycket väl snarare bero på den nya penningpolitiken än på den "nya ekonomin".

Våra resultat antyder att införandet av ett inflationsmål i Sverige medför förändringar i observerade samband även om dessa kan vara svåra att fånga empiriskt.

Våra resultat demonstrerar att man ska vara försiktig när man tolkar enkla samband i ekonomin.

Modellappendix

Vi använder en förenklad nykeynesiansk modell av en öppen ekonomi, där en period antas motsvara ett kvartal. För enkelhets skull bortser vi helt från utländska influenser.¹⁴

Inhemsk inflation π_t^d ges av en enkel Phillipsrelation för en öppen ekonomi:

$$(9) \quad \pi_t^d = \varphi_\pi E_t \pi_{t+1}^d + (1 - \varphi_\pi) \pi_{t-1}^d + \alpha_y y_t + \alpha_q q_t + \varepsilon_t^\pi,$$

där y_t är produktionsgapet, q_t den reala växelkursen (i logaritmerad form), och ε_t^π en utbudstörning som antas vara vitt brus med varians σ_π^2 .

Aggregerad efterfrågan modelleras i termer av produktionsgapet y_t :

$$(10) \quad y_t = \varphi_y E_t y_{t+1} + (1 - \varphi_y) y_{t-1} - \beta_r (i_t - 4 E_t \pi_{t+1}^d) + \beta_q q_t + \varepsilon_t^y,$$

där i_t är den nominella räntan, och efterfrågestörningen ε_t^y är vitt brus med varians σ_y^2 .

Den nominella växelkursen s_t (i logaritmerad form) bestäms av ett ränteparitetsvillkor:

$$(11) \quad s_t = E_t s_{t+1} - \frac{1}{4} i_t + u_t^s,$$

med en riskpremie u_t^s som följer

$$(12) \quad u_t^s = \rho_s u_{t-1}^s + \varepsilon_t^s,$$

där ε_t^s är vitt brus med varians σ_s^2 . Den reala växelkursen q_t definieras som

$$(13) \quad q_t = s_t - p_t^d,$$

där p_t^d är den inhemska prisnivån (i logaritmerad form).

Inflationen för importerade varor π_t^m påverkas av växelkursrörelser, men bara långsamt:

$$(14) \quad \pi_t^m = (1 - \kappa) \pi_{t-1}^m + \kappa (s_t - s_{t-1}),$$

¹⁴ För en teoretisk härledning av en liknande modell, se till exempel Svensson (2000).

där parametern κ styr trögheten i växelkursens genomslag. När $\kappa < 1$ har växelkursförändringar ett begränsat genomslag på importerad inflation. KPI-inflationen π_t är ett vägt genomsnitt av inhemsk och importerad inflation:

$$(15) \quad \pi_t = (1 - \eta) \pi_t^d + \eta \pi_t^m,$$

där parametern η mäter andelen importerade varor i KPI-korgen.

Slutligen antas att penningpolitiken bestäms av en centralbank med målfunktion

$$(16) \quad \min_{i_t} \alpha \text{ var}(\bar{\pi}_t) + (1 - \alpha) \text{ var}(y_t) + \nu \text{ var}(i_t - i_{t-1}),$$

där $\bar{\pi}_t$ är årlig KPI-inflation (över fyra kvartal). Parametern α mäter centralbankens vikt vid prisstabilitet (relativt real stabilitet) och ν mäter vikten vid räntestabilitet.

TABELL 4. PARAMETERVÄRDEN I MODELLEN

Inflation		Produktionsgap		Växelkurs		Penningpolitik	
φ_π	0,3	φ_y	0,1	ρ_s	0,5	α	{1/3, 2/3}
α_y	0,05	β_r	0,1	σ_s^2	0,85	ν	1/6
α_q	0,05	β_q	0,02	κ	0,25		
σ_π^2	0,4	σ_y^2	0,65				
η	0,35						

Tabell 4 visar de parametervärden som vi använder. Många av dessa värden är okontroversiella, men vissa värden kan behöva särskild motivering.

Vi har valt att modellera både inhemsk inflation och produktionsgap som i huvudsak bakåtblickande processer; $\varphi_\pi = 0,3$, $\varphi_y = 0,1$. Det har ofta noterats att en hög grad av bakåtblickande beteende behövs för att nykeynesianska modeller ska kunna återskapa de mönster man finner i verkliga ekonomier (se till exempel Estrella & Fuhrer (2002)). Dessa parametervärden liknar de som används av till exempel Rudebusch (2002).

Genomslaget av växelkursrörelser på importerad inflation (κ) har satts till 25 procent per kvartal, vilket ligger nära de skattningar som har gjorts av Naug & Nymoen (1996).

I centralbankens målfunktion låter vi vikten vid inflationsmålet (α) anta två olika värden. Tiden före införandet av inflationsmål låter vi karakteriseras av en dubbelt så stor vikt vid real stabilitet som vid prisstabilitet ($\alpha = 1/3$). För tiden med inflationsmål låter vi centralbanken fästa dubbelt så stor vikt vid prisstabilitet som vid real stabilitet ($\alpha = 2/3$).

Genomgående antar vi att centralbanken även har preferenser för en jämn utveckling i styrräntan, till exempel för att kraftiga ränteändringar kan skapa instabilitet på de finansiella marknaderna. Empiriska studier tyder på att nykeynesianska modeller behöver en relativt stor vikt vid räntestabilitet för att återskapa mönstren i data (se Söderström med flera (2002)), och vi väljer att sätta denna vikt till $\nu = 1/6$.

■ Referenser

- Adolfson, M., (2003), "Exchange rate pass-through – Theory, concepts, beliefs, and some evidence", manuskript, Sveriges riksbank.
- Adolfson, M., (2001), "Optimal monetary policy with incomplete exchange rate pass-through", Working Paper No. 127, Sveriges riksbank.
- Apel, M., Nessén, M., Söderström, U. & Vredin, A., (1999), "Olika sätt att bedriva inflationsmålspolitik – teori och praktik", *Penning- och valutapolitik* nr 4, sid. 13–42.
- Beaudry, P. & Doyle, M., (2001), "What happened to the Phillips curve in the 1990s in Canada?", i *Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy*, Bank of Canada.
- Campa, J. M. & Goldberg, L. S., (2002), "Exchange rate pass-through into import prices: A macro or micro phenomenon?", Working Paper No. 8934, National Bureau of Economic Research.
- Estrella, A. & Fuhrer, J. C., (2002), "Dynamic inconsistencies: Counterfactual implications of a class of rational-expectations models", *American Economic Review* 92 (4), sid. 1013–1028.
- Gagnon, J. E. & Ihrig, J., (2001), "Monetary policy and exchange rate pass-through", Finance and Economics Discussion Paper No. 704, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Heikensten, L., (1999), "Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering", *Penning- och valutapolitik* nr 1, sid. 5–17.
- Leitemo, K. & Söderström, U., (2001), "Simple monetary policy rules and exchange rate uncertainty", Working Paper No. 122, Sveriges riksbank.
- Naug, B. & Nymoen, R., (1996), "Pricing to market in a small open economy", *Scandinavian Journal of Economics* 98 (3), sid. 329–350.
- Rudebusch, G. D., (2002), "Assessing nominal income rules for monetary policy with model and data uncertainty", *Economic Journal* 112 (479), sid. 1–31.
- Siklos, P. L., (1999), "Inflation-target design: Changing inflation performance and persistence in industrial countries", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 81 (2), sid. 47–58.
- Svensson, L. E. O., (2000), "Open-economy inflation targeting", *Journal of International Economics* 50 (1), sid. 155–184.

Söderström, U., Söderlind, P. & Vredin, A., (2002), "Can a calibrated New-Keynesian model of monetary policy fit the facts?", Working Paper No. 140, Sveriges riksbank.

Riksbankens ger ut minnesmynt till Astrid Lindgrens minne

Med anledning av 95-årsdagen av Astrid Lindgrens födelse har Riksbanken gett ut ett minnesmynt. Myntet har valören 50 kronor. Myntets försäljningspris är fastställt till 60 kronor. För varje sålt mynt donerar Nordic Coin AB Svenska myntverket 10 kronor till Stiftelsen för Astrid Lindgrens barnsjukhus.

Konstnär är Erja Tielinen som tidigare har utformat ett flertal medaljer och minnesmynt. Mynten tillverkas av Nordic Coin AB Svenska myntverket i Eskilstuna.

Per Jansson ny biträdande avdelningschef

Riksbankens direktion har utsett Per Jansson till biträdande avdelningschef vid avdelningen för penningpolitik. Han tillträdde tjänsten den 1 februari 2003.

Per Jansson är docent i nationalekonomi och arbetade tidigare som biträdande avdelningschef på Konjunkturinstitutets prognosavdelning. Dessförinnan var han biträdande avdelningschef vid avdelningen för penningpolitik på Riksbanken. Jansson har också varit forskare på Fackföreningens Institut för Ekonomisk Forskning (FIEF) och Konjunkturinstitutet. Under 1995 och 1996 var han sekreterare för Ekonomiska rådet och konsult på Riksbanken.

Kontanthanterings nya organisation senarelades

Riksbankens direktion senarelade starten av kontanthanterings nya organisation till den 17 februari 2003.

Riksbanken beslutade i april 2002 att koncentrera sin roll i kontanthanteringen till fyra strategiska lagerplatser för ut- och inlämning av sedlar och mynt. Verksamheten bedrivs i Svensk Kontantförsörjning AB (SKAB), ett helägt dotterbolag till Riksbanken.

Svenskt portföljinhav 2001 – utländska värdepapper

Värdet av svenska placerares innehav av utländska värdepapper uppgick vid årsskiftet 2001/2002 till 1 494 miljarder kronor. Innehavet i utländska aktier och fondandelar motsvarade 1 062 miljarder kronor medan värdet av räntebärande värdepapper uppgick till 432 miljarder kronor. Det framgår av en undersökning som Riksbanken genomfört och som är ett led i en internationell undersökning under Internationella valutafondens ledning. Undersökningen kommer fortsättningsvis att genomföras årligen.

Den fullständiga rapporten finns att ladda ned från Riksbankens webbplats (www.riksbank.se).

Tor Jacobson ny chef för forskningsavdelningen

Riksbankens direktion har utsett Tor Jacobson till chef för forskningsavdelningen. Jacobson efterträder Anders Vredin som tillträdde en tjänst som chef för Riksbankens avdelning för penningpolitik vid årsskiftet 2002/2003.

Tor Jacobson är docent i statistik och har arbetat på Riksbanken sedan 1997. Han har tidigare bland annat varit verksam vid Uppsala universitet och vid Handelshögskolan i Stockholm.

Svenska direktinvesteringstillgångar i utlandet

Värdet av svenska direktinvesteringstillgångar i utlandet uppgick vid utgången av 2001 till 1 277 miljarder kronor. De utländska direktinvesteringstillgångarna i Sverige uppgick vid samma tidpunkt till 981 miljarder kronor. Det framgår av resultatet från Riksbankens årliga undersökning om direktinvesteringar.

Mer detaljerad information finns på Riksbankens webbplats (www.riksbank.se/Statistik/Betalningsbalansen/Undersökningar).

Irma Rosenberg ny vice riksbankschef

Riksbanksfullmäktige har utsett Irma Rosenberg till vice riksbankschef och ledamot i Riksbankens direktion. Hon valdes för en period på sex år från och med den 1 januari 2003. Rosenberg ansvarar för beredningen av direktionens penningpolitiska beslut.

Rosenberg är 57 år och doktor i nationalekonomi. Hon var tidigare chefekonom i det statliga bostadsfinansieringsföretaget SBAB. Under åren 1995-2000 var hon chefekonom i Posten och Postgirot Bank, dessförinnan forskningschef och prognoschef i Konjunkturinstitutet 1986-1995 samt chef för den ekonomiska analysgruppen i Riksbanken 1976-1986.

Riksbankens direktion består av sex ledamöter som väljs för mandatperioder på sex år. Urban Bäckström avgick som riksbankschef vid årsskiftet 2002/2003. Då tillträdde Lars Heikensten som riksbankschef och Eva Srejber som förste vice riksbankschef. Övriga ledamöter och vice riksbankschefer är Villy Bergström, Lars Nyberg och Kristina Persson.

Ulrika Bergelv ny chef för internrevisionsavdelningen

Riksbankens direktion har utsett Ulrika Bergelv till chef för internrevisionsavdelningen från den 1 februari 2003. Bergelv efterträdde Marie Rudberg som utsetts till chef för Riksbankens IT-avdelning.

Ulrika Bergelv var tidigare revisor på internrevisionsavdelningen och har bland annat varit verksam inom KF.

■ Kalendarium

- 1999-01-04** Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till 1,5 procent med verkan fr.o.m. den 5 januari 1999.
- 02-12 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 3,40 till 3,15 procent att gälla fr.o.m. den 17 februari 1999. Riksbanken beslutar vidare att 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 1999.
- 03-25 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 3,15 till 2,90 procent att gälla fr.o.m. den 31 mars 1999.
- 04-01 Riksbankschefen fastställer referensräntan *diskontot* till 1,0 procent med verkan fr.o.m. den 6 april 1999.
- 07-01 Riksbanken fastställer referensräntan *diskontot* till oförändrat 1,0 procent.
- 10-01 Riksbanken fastställer referensräntan *diskontot* till 1,5 procent med verkan fr.o.m. den 4 oktober 1999.
- 11-11 Riksbanken beslutar höja *reporäntan* från 2,90 till 3,25 procent att gälla fr.o.m. den 17 november 1999.
- 2000-01-03** Riksbanken fastställer referensräntan *diskontot* till 2,0 procent med verkan fr.o.m. den 4 januari 2000.
- 02-03 Riksbanken beslutar höja *reporäntan* från 3,25 till 3,75 procent att gälla fr.o.m. den 9 februari 2000.
- 04-03 Riksbanken fastställer referensräntan *diskontot* till 2,5 procent med verkan fr.o.m. den 4 april 2000.
- 12-07 Riksbanken beslutar höja *reporäntan* från 3,75 till 4,0 procent att gälla fr.o.m. den 13 december 2000. Riksbanken beslutar vidare att höja *in-* och *utlåningsräntan* med 0,5 procentenheter vardera till 3,25 respektive 4,75 procent. Beslutet träder i kraft den 13 december 2000.
- 2001-07-05** Riksbanken beslutar höja *reporäntan* från 4,0 till 4,25 procent att gälla fr.o.m. den 11 juli 2001. Riksbanken beslutar vidare att höja *in-* och *utlåningsräntan* med 0,25 procentenheter vardera till 3,5 respektive 5,0 procent. Beslutet träder i kraft den 11 juli 2001.
- 09-17 Riksbanken beslutar sänka *reporäntan* från 4,25 till 3,75 procent att gälla fr.o.m. den 19 september 2001.

Riksbanken beslutar vidare att sänka *in-* och *utlåningsräntan* med 0,50 procentenheter vardera till 3,0 respektive 4,5 procent. Beslutet träder i kraft den 19 september 2001.

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

■ Riksbanken yttrar sig

Riksbankens direktion har sedan den 1 januari 1999 avgivit följande yttranden över betänkanden, utredningar och skrivelser.

- 1999-01-27** Framställning till Finansinspektionen från Rikskuponger AB. Avgivet till Finansinspektionen.
- 02-15 Promemoria om särskilda mervärdesskatteregler för guld. Avgivet till Finansdepartementet.
- 02-16 Slutbetänkande E-pengar – civilrättsliga frågor m.m. (SOU 1998:112). Avgivet till Finansdepartementet.
- 02-17 Promemorian Översyn av vissa bestämmelser i konkurslagen m.m. (Ds 1998:40). Avgivet till Justitiedepartementet.
- 02-27 Förslag av Riksskatteverket till vissa lagstiftningsåtgärder med anledning av starten för EMU:s valutaunion. Avgivet till Finansdepartementet.
- 03-16 Slutbetänkandet Medling och lönebildning (SOU 1998:141). Avgivet till Arbetsdepartementet.
- 03-30 Promemorian Förbättrade förutsättningar för värdepappersering (Ds 1998:71) samt delar av Banklagskommitténs delbetänkande (SOU 1998:160). Avgivet till Finansdepartementet.
- 10-22 Riksgäldkontorets Förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Avgivet till Finansdepartementet.
- 2000-02-25** Betänkandet från utredningen om översyn av konsumentprisindex (SOU 1999:124). Avgivet till Justitiedepartementet.
- 02-25 Bilaga till remissvar Konsumentprisindex (SOU 1999:124). Avgivet till Justitiedepartementet.
- 06-07 Långtidsutredningens betänkande (SOU 2000:7). Avgivet till Finansdepartementet.
- 08-21 Delbetänkande (SOU 2000:51) Individuellt kompetenssparande, IKS – en stimulans för det livslånga lärandet. Avgivet till Näringsdepartementet.
- 09-14 Yttrande över Finansmarknadsutredningen (SOU 2000:11). Avgivet till Finansdepartementet.
- 09-20 Remissvar avseende ändringar i rapportering till Finansinspektionen. Avgivet till Finansinspektionen.

- 2001-01-29** Betänkandet Offentlig administration av banker i kris (SOU 2000:66). Avgivet till Finansdepartementet.
- 03-28 Yttrande över slutbetänkandet Individuellt kompetenssparande – med start 2002 (SOU 2000:119). Avgivet till Näringsdepartementet.
- 05-04 Yttrande över Riksdagskommitténs förslag 2000/01:RS1 – Riksdagen inför 2000-talet. Avgivet till Konstitutionsutskottet.
- 05-23 Yttrande över ansökan om oktroj från ICA Kundkort AB. Avgivet till Finansinspektionen.
- 10-05 Yttrande över promemorian (Ds 2001:38) Säkerställda obligationer. Avgivet till Finansdepartementet.
- 10-18 Yttrande över Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Avgivet till Finansdepartementet.
- 12-12 Yttrande över Justitiedepartementets promemoria (Ds 2001:56) Åtgärder mot sena betalningar. Avgivet till Justitiedepartementet.
- 2002-02-22** Yttrande över promemoria om tillämpning av EG-förordningen om gränsöverskridande betalningar i euro. Avgivet till Finansdepartementet.
- 06-06 Yttrande över (Ds 2002:5) om Reformerade bank- och finansieringsrörelserregler. Avgivet till Finansdepartementet.
- 07-02 Yttrande över Betänkandet (SOU 2001:96) "En rättvisare värld utan fattigdom". Avgivet till Utrikesdepartementet.
- 09-30 Yttrande över Värdepappersfondsutredningens delbetänkande (SOU 2002:56). Avgivet till Finansdepartementet.
- 10-04 Yttrande över delbetänkandet "Tid – för arbete och ledighet" (SOU 2002:58). Avgivet till Näringsdepartementet.
- 10-08 Yttrande över betänkandet "Stabiliseringspolitik i valutaunionen" (SOU 2002:16). Avgivet till Finansdepartementet.
- 10-25 Remissyttrande av förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Avgivet till Finansdepartementet.

■ Tabeller

- 1 Riksbankens tillgångar och skulder **83**
- 2 Penningmängd **84**
- 3 Av Riksbanken bestämda räntesatser **85**
- 4 Kapitalmarknadsräntor **85**
- 5 Dagslåne- och penningmarknadsräntor **86**
- 6 Internationella räntor och ränta på statskuldväxlar **87**
- 7 TCW-index och kronans kurs mot vissa valutor **88**
- 8 Effektiv nominell växelkurs – TCW-index **89**
- 9 Riksbankens svenska primary dealers terminsposition gentemot angivna sektorer **89**

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) webbplats (<http://dsbb.imf.org>). Publiceringstidpunkter kan även erhållas från Information Riksbanken.

1 Riksbankens tillgångar och skulder

TILLGÅNGAR. MILJONER KRONOR

		Guld	Inhemskas statspapper politiska motparter	Utlåning till penning- valuta	Fordringar i utländsk	Övriga tillgångar	Summa
2002	Jan	17 436	–	59 249	153 172	3 008	232 865
	Feb	17 436	–	56 564	154 218	3 266	231 484
	Mars	17 436	–	55 400	157 307	1 749	231 892
	April	17 436	–	53 522	151 943	3 902	226 803
	Maj	17 436	–	35 455	165 959	2 881	221 731
	Juni	17 436	–	21 635	161 820	2 233	203 124
	Juli	17 436	–	21 631	159 602	2 381	201 050
	Aug	17 436	–	23 176	163 286	2 360	206 258
	Sept	17 436	–	22 393	157 865	2 280	199 974
	Okt	17 436	–	22 233	157 437	2 234	199 340
	Nov	17 436	–	23 582	157 993	2 369	201 380
	Dec	17 436	–	30 714	159 791	2 806	210 747
2003	Jan	18 210	–	22 849	153 407	11 021	205 488
	Feb	18 210	–	23 405	155 029	6 759	203 403

SKULDER

		Utelöpande sedlar och mynt	Eget kapital	Skulder till penning- politiska motparter	Skulder i utländsk valuta	Övriga skulder	Summa
2002	Jan	98 571	70 890	402	10 203	52 799	232 865
	Feb	97 395	70 890	89	11 090	52 020	231 484
	Mars	98 790	70 890	59	10 991	51 162	231 892
	April	97 023	70 890	525	7 823	50 542	226 803
	Maj	97 140	82 943	204	9 666	31 778	221 731
	Juni	97 931	62 943	52	9 640	32 558	203 124
	Juli	96 728	62 943	413	8 085	32 881	201 050
	Aug	98 367	62 943	133	10 450	34 365	206 258
	Sept	97 648	62 943	79	4 699	34 605	199 974
	Okt	97 411	62 943	117	3 675	35 194	199 340
	Nov	99 061	62 943	17	3 673	35 686	201 380
	Dec	107 439	62 943	87	3 664	36 614	210 747
2003	Jan	99 614	62 943	58	3 674	39 199	205 488
	Feb	100 475	62 943	33	3 327	36 625	203 403

2 Penningmängd

STOCKUPPGIFTER ULTIMO FÖR PERIODEN

	Miljoner kronor		Tolv månaders procentuell förändring		
	M0	M3	M0	M3	
2000 Jan	82 276	949 834	Jan	10,2	8,5
Feb	81 072	951 449	Feb	9,0	8,9
Mars	81 105	944 846	Mars	8,0	8,1
April	81 606	966 643	April	8,4	9,5
Maj	81 866	984 906	Maj	7,3	10,7
Juni	81 399	953 349	Juni	6,9	5,9
Juli	81 370	944 491	Juli	6,0	5,7
Aug	82 232	949 502	Aug	5,7	4,3
Sept	82 947	966 556	Sept	6,0	4,9
Okt	82 758	970 565	Okt	4,5	2,0
Nov	84 004	975 144	Nov	4,4	4,1
Dec	88 881	974 091	Dec	2,0	2,8
2001 Jan	84 327	960 545	Jan	2,5	1,1
Feb	84 282	947 276	Feb	4,0	-0,4
Mars	85 188	969 559	Mars	5,0	2,6
April	86 379	975 366	April	5,8	0,9
Maj	86 711	983 764	Maj	5,9	-0,1
Juni	87 288	1 012 094	Juni	7,2	6,2
Juli	86 705	977 812	Juli	6,6	3,5
Aug	87 693	985 811	Aug	6,6	3,8
Sept	87 892	1 008 439	Sept	6,0	4,3
Okt	88 809	1 022 639	Okt	7,3	5,4
Nov	89 947	1 039 646	Nov	7,1	6,6
Dec	96 743	1 038 972	Dec	8,8	6,7
2002 Jan	89 737	1 031 807	Jan	6,4	7,4
Feb	88 950	1 014 905	Feb	5,5	7,1
Mars	89 998	1 033 020	Mars	5,6	6,5
April	88 666	1 049 030	April	2,6	7,6
Maj	88 818	1 025 757	Maj	2,4	4,3
Juni	89 383	1 053 910	Juni	2,4	4,1
Juli	88 631	1 037 162	Juli	2,2	6,1
Aug	89 945	1 051 986	Aug	2,6	6,7
Sept	89 567	1 061 341	Sept	1,9	5,2
Okt	89 461	1 051 867	Okt	0,7	2,9
Nov	90 465	1 068 389	Nov	0,6	2,8
Dec	96 652	1 082 834	Dec	-0,1	4,2

3 Av Riksbanken bestämda räntesatser

PROCENT

	Datum	Repo-ränta	Inlånings-ränta	Utlånings-ränta	Period	Referens-ränta ¹
2000	02-09	3,75			2002:2hå	4,50
	12-13	4,00	3,25	4,75	2003:1hå	4,00
2001	07-11	4,25	3,50	5,00		
	09-19	3,75	3,00	4,50		
2002	03-20	4,00	3,25	4,75		
	05-02	4,25	3,50	5,00		
	11-20	4,00	3,25	4,75		
	12-11	3,75	3,00	4,50		
2003						

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

4 Kapitalmarknadsräntor

EFFEKTIVA ÅRSRÄNTOR TILL SÄLJKURS. MÅNADSGENOMSNIITT, PROCENT

		Obligationer emitterade av				Bostadsinstitut (Caisse)	
		Staten					
		3 år	5 år	7 år	9-10 år	2 år	5 år
2001	Jan	4,22	4,56	4,72	4,89	4,51	5,08
	Feb	4,15	4,51	4,71	4,86	4,41	5,04
	Mars	4,01	4,33	4,59	4,75	4,28	4,87
	April	4,12	4,51	4,78	4,93	4,36	5,03
	Maj	4,43	4,82	5,12	5,27	4,63	5,33
	Juni	4,75	5,03	5,26	5,38	4,98	5,59
	Juli	4,78	5,08	5,30	5,42	5,01	5,65
	Aug	4,49	4,77	5,01	5,16	4,71	5,29
	Sept	4,23	4,74	5,04	5,26	4,45	5,26
	Okt	3,98	4,60	4,92	5,17	4,16	5,10
	Nov	3,92	4,49	4,76	4,96	4,34	5,13
	Dec	4,21	4,90	5,09	5,24	4,67	5,49
2002	Jan	4,53	5,01	5,17	5,27	4,71	5,40
	Feb	4,76	5,18	5,28	5,36	4,94	5,57
	Mars	5,05	5,46	5,55	5,63	5,22	5,83
	April	5,10	5,46	5,56	5,69	5,28	5,85
	Maj	5,10	5,45	5,56	5,69	5,25	5,85
	Juni	4,94	5,27	5,39	5,52	5,09	5,65
	Juli	4,73	5,06	5,20	5,37	5,08	5,45
	Aug	4,52	4,83	4,96	5,13	4,86	5,21
	Sept	4,42	4,62	4,77	4,97	4,69	5,03
	Okt	4,29	4,62	4,80	5,07	4,52	5,07
	Nov	4,15	4,54	4,75	5,05	4,36	4,96
	Dec	3,99	4,39	4,59	4,89	4,16	4,79
2003	Jan	3,79	4,23	4,36	4,70	3,99	4,54
	Feb	3,56	3,97	4,11	4,47	3,77	4,27

5 Dagslåne- och penningmarknadsräntor

MÅNADSGENOMSNIITT, PROCENT

		Reporänta	Dagslåneränta	SSVX			Företagscertifikat	
				3 mån	6 mån	12 mån	3 mån	6 mån
2000	Jan	3,25	3,35	3,57	3,86		3,77	4,05
	Feb	3,61	3,71	3,90	4,22		4,11	4,43
	Mars	3,75	3,85	4,06	4,29	4,74	4,27	4,53
	April	3,75	3,85	3,99	4,16		4,21	4,45
	Maj	3,75	3,85	3,96	4,09	4,57	4,21	4,43
	Juni	3,75	3,85	3,94	4,04	4,56	4,15	4,44
	Juli	3,75	3,85	4,03	4,21		4,31	4,66
	Aug	3,75	3,85	4,00	4,21	4,59	4,23	4,50
	Sept	3,75	3,85	3,94	4,04	4,51	4,14	4,36
	Okt	3,75	3,85	3,99	4,09		4,15	4,31
	Nov	3,75	3,85	4,00	4,09	4,50	4,14	4,26
	Dec	3,89	3,99	4,07	4,22	4,37	4,19	4,38
2001	Jan	4,00	4,10	4,07	4,12		4,17	4,26
	Feb	4,00	4,10	4,01	4,07		4,14	4,23
	Mars	4,00	4,10	4,06	4,02	4,11	4,24	4,23
	April	4,00	4,10	3,94	3,98	4,01	4,12	4,11
	Maj	4,00	4,10	4,01	4,06	4,28	4,16	4,20
	Juni	4,00	4,10	4,17	4,27	4,48	4,39	4,46
	Juli	4,17	4,27	4,31	4,42		4,50	4,58
	Aug	4,25	4,35	4,28	4,31	4,37	4,45	4,48
	Sept	4,05	4,15	4,01	4,06	4,15	4,18	4,22
	Okt	3,75	3,85	3,70	3,72		3,90	3,91
	Nov	3,75	3,85	3,71	3,74	3,91	3,89	3,87
	Dec	3,75	3,85	3,71	3,76	3,97	3,96	3,96
2002	Jan	3,75	3,85	3,74	3,81		3,94	3,97
	Feb	3,75	3,85	3,87	3,99		4,01	4,14
	Mars	3,84	3,94	4,09	4,29	4,64	4,27	4,43
	April	4,00	4,10	4,25	4,41		4,52	4,69
	Maj	4,25	4,35	4,29	4,48	4,79	4,64	4,79
	Juni	4,25	4,35	4,28	4,42	4,71	4,88	5,00
	Juli	4,25	4,35	4,26	4,37		4,89	4,95
	Aug	4,25	4,35	4,19	4,29	4,43	4,83	4,87
	Sept	4,25	4,35	4,17	4,21	4,29	4,82	4,84
	Okt	4,25	4,35	4,07		4,14	4,67	4,64
	Nov	4,15	4,25	3,91	3,84	3,93	4,20	4,19
	Dec	3,85	3,95	3,66	3,68	3,77	3,97	3,95
2003	Jan	3,75	3,85	3,65			3,90	3,88
	Feb	3,75	3,85	3,61	3,40	3,55	3,85	3,74

6 Internationella räntor och ränta på statskuldväxlar

ENKEL ÅRSRÄNTA. MÅNADSGENOMSNIITT, PROCENT

		3-månadersplaceringar				6-månadersplaceringar			
		USD	EUR	GBP	SSVX	USD	EUR	GBP	SSVX
2000	Jan	5,93	3,28	6,00	3,57	6,14	3,50	6,25	3,86
	Feb	5,99	3,47	6,09	3,90	6,24	3,67	6,27	4,22
	Mars	6,12	3,70	6,10	4,06	6,34	3,89	6,29	4,29
	April	6,24	3,88	6,16	3,99	6,48	4,02	6,32	4,16
	Maj	6,66	4,29	6,16	3,96	6,93	4,48	6,31	4,09
	Juni	6,70	4,43	6,09	3,94	6,87	4,61	6,20	4,04
	Juli	6,63	4,52	6,05	4,03	6,83	4,76	6,16	4,21
	Aug	6,59	4,72	6,08	4,00	6,74	4,95	6,20	4,21
	Sept	6,58	4,78	6,05	3,94	6,67	4,96	6,15	4,04
	Okt	6,65	4,98	6,01	3,99	6,63	5,04	6,12	4,09
	Nov	6,64	5,03	5,95	4,00	6,61	5,06	5,97	4,09
	Dec	6,41	4,85	5,83	4,07	6,26	4,85	5,80	4,22
2001	Jan	5,62	4,71	5,69	4,07	5,47	4,62	5,59	4,12
	Feb	5,25	4,70	5,61	4,01	5,11	4,61	5,53	4,07
	Mars	4,87	4,64	5,41	4,06	4,72	4,51	5,31	4,02
	April	4,53	4,64	5,25	3,94	4,40	4,53	5,14	3,99
	Maj	3,99	4,58	5,09	4,01	3,99	4,50	5,07	4,06
	Juni	3,74	4,40	5,10	4,17	3,74	4,28	5,18	4,27
	Juli	3,66	4,41	5,11	4,31	3,69	4,33	5,18	4,41
	Aug	3,48	4,30	4,87	4,28	3,49	4,17	4,88	4,35
	Sept	2,92	3,91	4,56	4,01	2,89	3,78	4,49	4,06
	Okt	2,31	3,54	4,27	3,70	2,25	3,39	4,25	3,72
	Nov	2,01	3,32	3,88	3,71	2,02	3,20	3,86	3,74
	Dec	1,84	3,27	3,94	3,71	1,90	3,19	3,96	3,76
2002	Jan	1,74	3,28	3,94	3,74	1,85	3,28	4,04	3,81
	Feb	1,81	3,30	3,94	3,87	1,94	3,33	4,08	3,99
	Mars	1,91	3,34	4,03	4,09	2,15	3,45	4,23	4,29
	April	1,87	3,39	4,06	4,25	2,11	3,47	4,26	4,41
	Maj	1,82	3,40	4,05	4,29	2,01	3,56	4,26	4,48
	Juni	1,79	3,41	4,06	4,28	1,93	3,52	4,27	4,42
	Juli	1,76	3,34	3,94	4,26	1,82	3,40	4,07	4,37
	Aug	1,69	3,28	3,90	4,19	1,69	3,31	3,91	4,29
	Sept	1,73	3,24	3,88	4,17	1,71	3,18	3,89	4,21
	Okt	1,71	3,20	3,88	4,07	1,67	3,08	3,87	
	Nov	1,39	3,07	3,88	3,91	1,40	2,96	3,89	3,84
	Dec	1,33	2,86	3,92	3,66	1,34	2,81	3,92	3,68
2003	Jan	1,27	2,76	3,88	3,65	1,29	2,69	3,87	
	Feb	1,25	2,63	3,65	3,61	1,25	2,51	3,59	3,40

7 TCW-index och kronans kurs mot vissa valutor

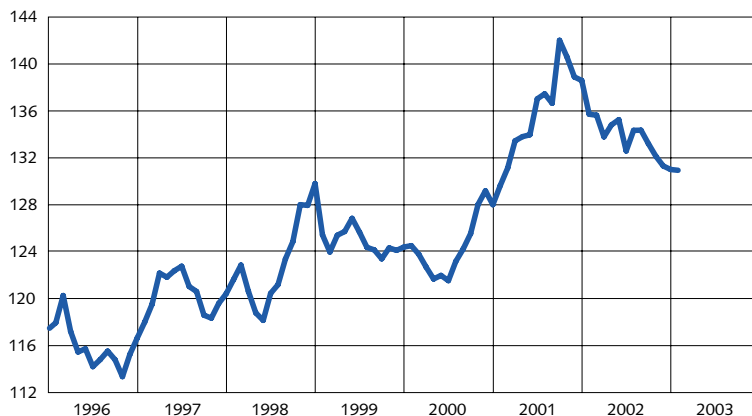
MÅNADSGENOMSNIITT

		SEK					
		TCW-index	USD	EUR	GBP	CHF	JPY
2000	Jan	124,5383	8,4725	8,5956	13,8900	5,3370	0,0807
	Feb	123,8107	8,6462	8,5112	13,8519	5,2965	0,0791
	Mars	122,7089	8,6946	8,3950	13,7382	5,2317	0,0816
	April	121,6993	8,7208	8,2700	13,8088	5,2545	0,0828
	Maj	122,0044	9,0894	8,2388	13,7098	5,2930	0,0841
	Juni	121,5567	8,7433	8,3118	13,1997	5,3268	0,0824
	Juli	123,2005	8,9346	8,4080	13,4783	5,4206	0,0828
	Aug	124,2636	9,2702	8,3962	13,8107	5,4137	0,0858
	Sept	125,5703	9,6569	8,4121	13,8431	5,4968	0,0905
	Okt	128,0479	9,9618	8,5266	14,4711	5,6348	0,0919
	Nov	129,2156	10,0780	8,6271	14,3730	5,6705	0,0925
	Dec	128,0290	9,6607	8,6629	14,1196	5,7238	0,0862
2001	Jan	129,6612	9,4669	8,8963	14,0052	5,8170	0,0811
	Feb	131,1553	9,7350	8,9736	14,1555	5,8438	0,0838
	Mars	133,4701	10,0316	9,1254	14,4988	5,9416	0,0828
	April	133,8280	10,1987	9,1103	14,6320	5,9593	0,0824
	Maj	133,9895	10,3333	9,0536	14,7412	5,9019	0,0848
	Juni	137,0501	10,7753	9,2010	15,0876	6,0421	0,0882
	Juli	137,4779	10,7666	9,2557	15,2105	6,1150	0,0864
	Aug	136,6723	10,3343	9,3036	14,8466	6,1433	0,0851
	Sept	142,0389	10,6089	9,6670	15,5179	6,4799	0,0894
	Okt	140,6226	10,5630	9,5798	15,3446	6,4725	0,0871
	Nov	138,9180	10,5965	9,4131	15,2278	6,4196	0,0866
	Dec	138,6116	10,5594	9,4436	15,2024	6,4006	0,0832
2002	Jan	135,7390	10,4398	9,2292	14,9642	6,2594	0,0788
	Feb	135,6543	10,5603	9,1869	15,0223	6,2179	0,0791
	Mars	133,8096	10,3396	9,0600	14,7064	6,1690	0,0789
	April	134,8265	10,3105	9,1331	14,8742	6,2300	0,0788
	Maj	135,2764	10,0519	9,2236	14,6763	6,3300	0,0796
	Juni	132,6093	9,5591	9,1190	14,1612	6,1959	0,0774
	Juli	134,3652	9,3400	9,2705	14,5199	6,3380	0,0791
	Aug	134,3777	9,4641	9,2524	14,5486	6,3235	0,0795
	Sept	133,2278	9,3504	9,1735	14,5449	6,2617	0,0775
	Okt	132,1625	9,2793	9,1053	14,4489	6,2156	0,0749
	Nov	131,3311	9,0655	9,0785	14,2485	6,1869	0,0746
	Dec	131,0292	8,9458	9,0931	14,1771	6,1861	0,0732
2003	Jan	130,9609	8,6386	9,1775	13,9590	6,2767	0,0727
	Feb	129,7272	8,4930	9,1499	13,6813	6,2358	0,0711

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

8 Effektiv nominell växelkurs – TCW-index

INDEX: 18 NOVEMBER 1992=100



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

9 Riksbankens svenska primary dealers terminsposition¹ gentemot angivna sektorer

MILJONER KRONOR, ULTIMO FÖR PERIODEN

		Allmänhet		Utländsk bank	Riksbanken	Totalt
		Svensk (1)	Utländsk (2)	Netto (3)	Netto (4)	(1+2+3+4)
2001	Jan	-465 225	-16 547	317 823	0	-163 949
	Feb	-503 678	-12 293	278 249	0	-237 722
	Mars	-493 323	-17 304	350 014	0	-160 613
	April	-495 192	-15 971	293 878	0	-217 285
	Maj	-483 697	-14 993	238 561	0	-260 129
	Juni	-473 712	-28 931	326 895	0	-175 748
	Juli	-341 744	-30 030	190 190	0	-181 584
	Aug	-451 257	-25 654	221 546	0	-255 365
	Sept	-455 862	-18 079	244 130	0	-229 811
	Okt	-308 376	-18 025	170 595	0	-155 806
	Nov	-404 895	-16 742	196 365	0	-225 272
	Dec	-390 156	-16 763	198 322	0	-208 597
2002	Jan	-380 368	-29 553	229 071	-5 753	-186 603
	Feb	-378 895	-20 566	197 130	-4 226	-206 557
	Mars	-364 779	-14 558	170 705	-3 144	-211 776
	April	-357 495	-23 805	173 232	0	-208 068
	Maj	-359 267	-20 295	192 173	0	-187 389
	Juni	-360 494	-10 409	194 312	0	-176 591
	Juli	-358 252	-10 076	136 339	0	-231 989
	Aug	-313 551	-13 862	153 001	-5 161	-179 573
	Sept	-360 149	- 5 411	160 670	-5 143	-210 033
	Okt	-342 143	- 5 719	216 218	-4 924	-136 568
	Nov	-348 617	-2 260	228 042	-5 089	-127 924

¹ En positiv terminsposition innebär att köp av utländsk valuta på termin har varit större än försäljning av utländsk valuta på termin. Omvänt gäller för en negativ position.

■ Tidigare utgivna artiklar

Kronemissioner i utlandet	<i>Loulou Wallman</i>	1990:1
Valutamarknaden i april 1989 – en global undersökning	<i>Robert Bergqvist</i>	1990:1
Betalningsbalansen 1989	<i>Gunnar Blomberg</i>	1990:2
Återinvesterade vinstmedel och direktinvesteringstillgångar	<i>Fredrika Röckert</i>	1990:2
Utländsägandet – lagen om utländska företagsförvärv	<i>Per Arne Ström</i>	1990:2
Den internationella valutamarknaden 1989 och 1990	<i>Robert Bergqvist</i>	1990:3
Avvecklingen av valutaregleringen – effekter på lång och kort sikt	<i>Christina Lindenius</i>	1990:3
Kreditmarknaden t.o.m. tredje kvartalet 1990	<i>Marianne Biljer</i> <i>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</i> <i>Per Arne Ström</i>	1991:2
De internationella kapitaltäckningsreglerna – arbetet går vidare	<i>Göran Lind</i> och <i>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</i> och <i>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</i> och <i>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</i> och <i>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</i> och <i>Anna-Karin Nedersjö</i>	1992:2
Avreglering av certifikat- och obligationsmarknaderna i svenska kronor	<i>Loulou Wallman</i>	1992:2

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

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

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

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

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

