



Penning- och valutapolitik

2001:I

PENNING- OCH VALUTAPOLITIK

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

ANSVARIG UTGIVARE: URBAN BÄCKSTRÖM

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 artikel-
författarens egen uppfattning och kan inte tas som uttryck för
Riksbankens syn i berörda frågor.

Prenumeration på samt lösnummer av tidskriften kan beställas från

Information Riksbanken, 103 37 Stockholm.

E-post: info@riksbank.se

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

Publikationen utkommer även i en engelsk version, Sveriges Riksbank Economic Review.



341 123
Trycksak

Innehåll

- **Självständiga centralbanker i demokratier?** 5
Villy Bergström
Under det senaste decenniet har centralbanker i många länder givits ökad självständighet. I Sverige var detta en direkt följd av medlemskapet i EU; självständigheten för centralbanken krävs enligt Maastrichtavtalet. I denna artikel diskuteras Riksbankens självständighet ur ett demokratiskt perspektiv.

- **Räntestyrning i penningpolitiken – hur går det till?** 19
Kerstin Mitlid och Magnus Vesterlund
I denna artikel beskrivs vad som krävs för att centralbanker i moderna ekonomier ska kunna styra räntan och samtidigt redovisas och diskuteras utformningen och tillämpningen av Riksbankens penningpolitiska styrsystem. Därtill jämförs Riksbankens system med det amerikanska styrsystemet.

- **Förändrad lönebildning i en förändrad omvärld?** 42
Kent Friberg och Eva Uddén Sonnegård
Under 1990-talet ändrades förutsättningarna för lönebildningsprocessen. En ny kurs i stabiliseringspolitiken stakades ut, finanspolitiken stramades åt, budgeten sanerades och kronan tilläts flyta. I denna artikel görs ett försök att – utifrån en enkel lönebildningsmodell – besvara frågan om lönebildningsprocessen har förändrats.

- **Riksbankens yttrande över betänkandet Offentlig administration i Sverige av banker i kris** 70
SOU 2000:66
Riksbanken delar Banklagskommitténs övergripande bedömning att det föreligger behov av ett regelverk för att hantera banker i kris. Riksbanken avvisar dock den breda tillämpning som kommittén föreslagit och vill istället begränsa tillämpningen till systemstörningar.

- **Notiser** 85

- **Kalendarium** 87

- **Riksbanken yttrar sig** 89

■	Tabeller	91
■	Tidigare utgivna specialartiklar	100

Självständiga centralbanker i demokratier?

AV VILLY BERGSTRÖM
Villy Bergström är vice riksbankschef.

Under det senaste decenniet har centralbanker i många länder övergått från att stabilisera valutakursen till att låta växelkursen flyta. Målet för dessa centralbanker har i stället för "fast valutakurs" blivit "fast penningvärde" och har som regel operationaliserats som 2 eller 2,5 procents inflation. En sådan ny inriktning av penningpolitiken har genomförts samtidigt som penningpolitiken i olika grad har avskilts från den politiska processen i regeringar och parlament. Många centralbanker har givits ökad självständighet. I Sverige var detta en direkt följd av medlemskapet i EU; självständigheten för centralbanken krävs enligt Maastrichtavtalet.

Riksbankens ökade självständighet, som i flera avseenden funnits åtminstone sedan början av 1990-talet, är för många en kontroversiell fråga. Motståndet mot den nya ordningen är delvis ett utsprång av EU-motståndet; genom ett medlemskap i Eurosystemet skulle

penningpolitiken avlägsnas än mer från den nationella politiska processen jämfört med den nuvarande självständigheten för Riksbanken.

Särskilt inom fackförenings- och den socialdemokratiska rörelsen anser många att demokratin urholkas, först genom Riksbankens ökade självständighet och senare än mer genom ett eventuellt framtida medlemskap i Eurosystemet. Inom arbetarrörelsen lever minnet kvar av hur folkstyret infördes med hjälp av liberalerna, vid en tid då begränsade eliter, med anspråk på att stå över särintressen, dominerade riksdagen, utgjorde regeringen och styrde Riksbanken. Av samma skäl finns också en instinktiv motvilja inom arbetarrörelsen mot en författningsdom-

Riksbankens ökade självständighet, som i flera avseenden funnits åtminstone sedan början av 1990-talet, är för många en kontroversiell fråga.

stol eller annan överprövning av politiska majoritetsbeslut, som bedöms inskränka folkviljan.

Det finns en indirekt folklig kontroll av Riksbanken, nämligen genom riksdagens riksbanksfullmäktige.

Det finns naturligtvis en indirekt folklig kontroll av Riksbanken, nämligen genom riksdagens riksbanksfullmäktige. Fullmäktige utser direktionen och omprövar varje år ett av förordnandena. Fullmäktiges ordförande och vice ordförande följer direktionens arbete genom att närvara vid direktionens sammanträden. Ett par gånger om året framträder direktionen i riksdagens finansutskott och svarar på frågor om och motiverar penningpolitiken.

Direktionen försöker som bekant vinna allmänhetens förtroende genom stor öppenhet. Det gäller målen för penningpolitiken men öppenheten accentueras också genom att analysunderlaget för penningpolitiken i de så kallade inflationsrapporterna publiceras, genom att de penningpolitiska besluten motiveras och inte minst genom att diskussionsprotokollen från de penningpolitiska sammanträdena offentliggörs.

Faktum kvarstår dock att uppläggningsen av penningpolitiken innebär en delegering av makt i flera steg.


Allt detta är välbekant och det finns utförligt behandlat i flera av bankens skrifter.¹ Men faktum kvarstår att uppläggningsen av penningpolitiken innebär en delegering av makt i flera steg, först från medborgarna till riksdagen, därifrån till fullmäktige och slutligen till direktionen. Det är klart att medborgarnas kontroll därmed i vissa avseenden är svagare än vad den är av regeringspolitiken.

Den typ av begränsning av folkstyret som det onekligen innebär att Riksbanken getts en viss självständighet från den politiska processen i regering och riksdag kan, för att tala med statsvetaren Jörgen Hermansson², sägas syfta till att medborgarna vill skydda sig själva mot sina egna karaktärsmissiga svagheter. För att en sådan restriktion ska vara acceptabel måste den kunna omprövas. Hermansson menar att det från demokratisk synpunkt aldrig kan vara acceptabelt att folkstyret abdikerar permanent. Det bör förekomma återkommande översyner och omprövningar av delegeringen.

Detta är naturligtvis möjligt vad gäller Riksbankens självständiga ställning genom nya riksdagsbeslut. Annorlunda förhåller det sig med de länder som är medlemmar av valutaunionen. Riksbankens ökade självständighet innebär en *delegering av makt* till en riksdagens myndighet, en delegering vars innebörd kan

¹ Se Heikensten & Vredin (1998) samt Apel & Viotti (1998).

² Se Hermansson (1999).



ändras eller återkallas. Medlemskap i valutaunionen innebär i praktiken *överlåtelse* av makt till ett överstatligt organ. Den tyska författningsdomstolen tolkade detta som "utlåning av makt", och tillstyrkte Tysklands medlemskap i unionen. Det är emellertid klart att det skulle vara en besvärligare och kostsammare process att återta makten från Europeiska centralbanken, ECB, till svenska organ än det skulle vara att avbryta delegeringen av makt till Riksbanken.

EU-fördraget sätter dock gränser för hur uppdraget för Riksbanken, även under nuvarande ordning, kan formuleras. Detsamma kan sägas om de internationella finansiella marknaderna. En omformulering av Riksbankens mål skulle inte bara innebära ett brott mot fördraget, omformuleringen skulle också utsättas för en ingående granskning. Trovärdigheten för fortsatt låg inflation skulle ifrågasättas med reaktioner på ränte- och valutamarknaden som följd.

Prisstabilitet överordnat mål

När stabiliseringspolitiken läggs upp så att det centrala inslaget är ett inflationsmål ges centralbanken vanligtvis en viss självständighet att *utforma* politiken. Centralbanken får som uppgift att klara prisstabiliteten, något som under lång tid med framgång praktiserats i USA, liksom i Förbundsrepubliken Tyskland och i Schweiz.

Samtidigt innebär den beskrivna ordningen att prisstabilitet blir det överordnade stabiliseringspolitiska målet. Detta formulerades auktoritativt redan i 1991 års svenska finansplan, där det heter om inflationsbekämpningen: "*Denna uppgift måste överordnas andra ambitioner och krav*". Detta var ett nytt synsätt, som uppstod efter många år av misslyckanden med prisstabiliteten.

Med en självständig Riksbank, vars mål är prisstabilitet, kan inte finanspolitiken kortsiktigt bedrivas med inriktning på sysselsättningen. Två oberoende maktcentra med var sitt mål skulle ofta riskera att komma i konflikt med varandra genom att sysselsättningspolitiken skulle kunna störa prisstabiliteten eller därigenom att Riksbankens penningpolitik riskerade att störa finansdepartementets sysselsättningspolitik.

Med en självständig Riksbank, vars mål är prisstabilitet, kan inte finanspolitiken kortsiktigt bedrivas med inriktning på sysselsättningen.

Det är en helt annan sak att regeringen satt upp ett arbetslöshetsmål på 4 procent och ett sysselsättningsmål på 80 procent av befolkningen i aktiv ålder. Dessa mål är strukturella, något som eftersträvas genom budgetsanering, som får ner räntorna, liksom avregleringar, skattesänkningar för snabb tillväxt med mera, inte genom att kortsiktigt påverka efterfrågeutvecklingen med budgetpolitik. Därför är dessa mål väl förenliga med inflationsmålet och Riksbankens självständighet.

Vid konflikter på kort sikt mellan inflation och full sysselsättning får sysselsättningen vika.

Vid konflikter på kort sikt mellan inflation och full sysselsättning får sysselsättningen vika, även om den praktiska uppläggnings av penningpolitiken, med anpassningstider av måluppfyllelsen för inflationen på upp till ett par år, innebär att penningpolitiken bedrivs med hänsyn till realekonomins och arbetsmarknadens stabilitet. Tidigare rådde det omvända förhållanden. Vid målkonflikter av detta slag fick prisstabiliteten i praktiken vika för den fulla sysselsättningen.

De argument som angavs för att prioritera inflationsbekämpningen var att arbetslösheten tycktes vara oberoende av inflationstakten, när olika länder jämfördes. Men detta argument tillbakavisades av motståndarna till politikomläggningen, därför att det inte sa något om vad det skulle innebära för ett höginflationsland med full sysselsättning att byta regim till låg inflation. Sätillvida hade skeptikerna rätt att Sverige fortfarande tio år efter omläggningen till låg inflation har massarbetslöshet – cirka 7 procent inklusive arbetsmarknadspolitiska åtgärder och cirka 4 procent öppen arbetslöshet. Från andra världskriget fram till 1990 hade årsgenomsnittet av den öppna arbetslösheten inte vid något tillfälle överskridit 4 procent.

Däremot tyder erfarenheterna på att när inflationsförväntningarna väl drivits ut ur samhällsekonomin, tycks inflationsmålet bli "inlåst". Trots stigande oljepriser under hösten 2000 ligger nämligen förväntningarna, enligt de mätningar som görs, förankrade kring Riksbankens mål. Detta är värdefullt och kanske det är Riksbankens viktigaste uppgift att bevara förtroendet för målet hos allmänheten, eftersom det är så dyrt i termer av produktionsförluster, massarbetslöshet och välfärd förluster att bryta höga inflationsförväntningar.

Men det avgörande skälet till att man etablerat en ny ekonomisk politik är den politik som bedrivs i de ledande OECD-länderna.

Men det avgörande skälet till att man faktiskt etablerat en ny ekonomisk politik är knappast det ena eller andra vetenskapliga belägget för en politisk regim utan den politik som bedrivs i de ledande OECD-länderna. Det faktum att Sverige är ett litet land, starkt beroende av internationella storföretag med ursprung här i landet, har drivit på denna utveckling. Sverige kan inte avvika i någon större omfattning från den huvudkurs som de ledande OECD-länderna följer. Befolkning lika väl som politiker har numera också för lågt självförtroende för någon annan politik än den som är dominerande i klubben av industriländer.

Det är dock viktigt att betona att den nya uppläggnings av stabiliseringspolitiken, med penningpolitiken i centrum, inte behöver innebära ett cyniskt övergående av den fulla sysselsättningen. 1970- och 80-talens aktiva stabiliseringspolitik medförde stigande arbetslöshet kombinerad med hög inflation och tvära kast

mellan överhettad arbetsmarknad och häftiga inbromsningar av den ekonomiska tillväxten med massarbetslöshet som följd. Därför har på senare tid erfarenheter från de två första årtiondena efter andra världskriget lyfts fram som ett föredöme för den ekonomiska politiken. Då var tillväxten snabb och priserna stabila.

Långsiktig stabilisering av inflationen på låg nivå, som ett led i ett utökat spelrum för marknadsekonomiska avregleringar av flera samhällsområden, tycks vara en viktig betingelse för snabb tillväxt och hög sysselsättning. I varje fall är detta den föreställning som ligger bakom omorienteringen i många länder till prioritering av prisstabilitet och självständiga centralbanker.

Ännu finns det inget vad gäller Sverige som motsäger denna hypotes. Inflationen ligger väl förankrad inom målområdet och inflationsförväntningarna är stabila omkring 2 procent, samtidigt som sysselsättningen stiger och arbetslösheten faller. Men, som skeptikerna befarade, processen tog lång tid, kostade välfärdsförluster och innebär inte obetydliga maktförskjutningar i samhället, från politiska församlingar och fackföreningar.

Långsiktig stabilisering av inflationen på låg nivå tycks vara en viktig betingelse för snabb tillväxt och hög sysselsättning.

Påpassad Riksbank

Centralbankernas nyvunna självständighet har liknats vid domstolarnas självständiga lagtolkning. Domarna tillsätts på grund av juridisk kompetens och de har att, utan inblandning från regering och riksdag, tillämpa de lagar som riksdagen stiftat. Men det finns en skillnad. Centralbankerna är föremål för en mer intensiv, fortgående och kritisk debatt, inte bara för att självständigheten är en ny företeelse, utan också därför att allmänhetens välfärd i hög grad beror på ränteläget och den ekonomiska aktiviteten. Därför följer media nära och kritiskt centralbankernas politik.

Men inte bara det. På finansmarknaderna följs centralbankernas politik professionellt och kritiskt, därför att marknadsaktörerna har vinstchanser och förlustrisker som sammanhänger med aktörernas förmåga att förutse centralbankernas politik. Penningpolitiken granskas därför ständigt och professionellt, på ett sätt som inte gäller för något annat samhällsområde, möjligen med undantag för regeringens återkommande budgetpresentationer och dess skattepolitik. Specialtidsskrifter, dagstidningarnas

Penningpolitiken granskas ständigt och professionellt, på ett sätt som inte gäller för något annat samhällsområde, möjligen med undantag för regeringens återkommande budgetpresentationer och dess skattepolitik.

ekonomisidor, samt bankernas och finansinstitutens experter följer regelbundet och kritiskt Riksbankens politik. Detta verkar ibland till och med vara något överdrivet.

Inte bara domstolsväsendet kan ses som en förebild för Riksbankens nya ställning. I Sverige har det sedan Axel Oxenstiernas regeringsform 1634 varit lagfäst med självständiga myndigheter. Just i Sverige borde därför Riksbankens nyvunna självständighet te sig mindre utmanande, eftersom vår förvaltningstradition, till skillnad från den på kontinenten, präglas av myndigheter, som fattar beslut i enskilda ärenden utan inblandning av politiska organ. I detta avseende är det ingen skillnad mellan exempelvis Arbetsmarknadsstyrelsen, AMS, och Riksbanken.

Regeringen kan styra AMS genom förordningar och regleringsbrev, inte genom att blanda sig i enskilda ärenden. Skillnaden mellan AMS och Riksbanken är inte bara att banken är riksdagens myndighet, inte regeringens, utan främst det faktum att Riksbanken, till skillnad från AMS, har egna budgetmedel. Riksbanken behöver inte årligen äska budgetmedel för sin verksamhet. Betydelsen av detta framgår tydligt, när man ser den kompetensuppbyggnad som har kunnat ske i Riksbanken jämfört med i många andra samhällsinstitutioner.

Andra skillnader är att Riksbanken har mycket tydliga mål vars uppfyllande lätt kan kontrolleras, vilket tvingar fram öppenhet från bankens sida samt att bankens beslut får mer genomgripande konsekvenser för samhällsekonomin än AMS åtgärder. Riksbankens åtgärder framstår därför som mer spektakulära än enskilda AMS-insatser, vilka sammantagna kan få nog så omfattande konsekvenser för samhällsekonomin.

Vilken slags självständighet?

Det är viktigt att skilja mellan *målsjälvständighet* och *medelsjälvständighet* när Riksbankens självständighet diskuteras.

Det är viktigt att skilja mellan *målsjälvständighet* och *medelsjälvständighet* när Riksbankens självständighet diskuteras. I det första fallet tilläts banken själv formulera målet för sin politik. I det senare fallet anges målet av regering eller riksdag medan centralbanken

själv väljer hur politikens ska utformas, för att målet ska kunna uppnås.

I den svenska lagstiftningen om Riksbanken anges dess uppgift, vad gäller penningpolitiken, så att "Målet för Riksbankens verksamhet skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde." Målet är alltså allmänt formulerat av riksdagen och Riksbanken har själv preciserat det till 2 procents inflation med ett tolerans-

intervall på ± 1 procentenhet. Riksbankens precisering har i flera riksdagsuttalanden accepterats i efterhand. Man kan därför säga att Riksbanken är medelsjälvständig men också delvis målsjälvständig.

Man kan säga att Riksbanken är medelsjälvständig men också delvis målsjälvständig.

För exempelvis Bank of England gäller delvis en annan ordning. Regeringen i Storbritannien har angett att den brittiska centralbanken ska eftersträva 2,5 procents inflation. I höstas föreslog Frankrikes finansminister Fabius att euroländernas samarbetsorganför ekonomisk politik, den så kallade Euro-gruppen, ska ange den Europeiska centralbankens penningpolitiska mål. När Fabius föreslog att politikererna skulle formulera ECB:s mål väckte det en viss oro på finansmarknaderna.

Men centralbankernas självständighet har tillkommit bland annat för att lösa det så kallade *tidsinkonsistensproblemet*, nämligen att statsmakternas deklarerade mål för prisstabilitet gång efter annan har övergetts, så att penningpolitiken förlorat i trovärdighet.³ När fria kapitalrörelser infördes blev förtroendefrågan viktigare än tidigare. Dessa nya villkor – avregleringar och misslyckanden som undergrävt förtroendet för politiken – kräver knappast målsjälvständighet.

Det kan i själva verket vara en styrka för en centralbank att dess uppdrag preciserats av regering och riksdag eller i ECB:s fall av de politiska instanserna. Är det inte en fördel att målet är tydligt uppbackat av de folkvalda politiska instanserna? Att en centralbank inte har målsjälvständighet behöver alltså inte innebära att trovärdigheten för måluppfyllelsen går förlorad.

Dessutom anser jag det vara en bättre demokratisk ordning att det är regeringen eller riksdagen som formulerar det penningpolitiska målet i någorlunda konkreta termer, alltså mer precist än den vaga formulering som riksdagen angett i riksbankslagen.

Det skulle inte ha varit till nackdel för Riksbanken om målet från början hade formulerats precist av riksdagen.

Riksdagen har visserligen i efterhand godtagit Riksbankens egen operationalisering av målet. Men det skulle inte ha varit till nackdel för Riksbanken om målet från början hade formulerats precist av riksdagen.

Samspel mellan myndigheter behövs

Enligt den svenska lagstiftningen får Riksbanken inte ta emot instruktioner från någon annan myndighet. Riksbanken har att självständigt söka uppfylla målet om prisstabilitet. Detta är medelsjälvständigheten. Men det behövs alltid en viss koor-

³ I Sverige skedde detta genom en serie devalveringar på 1970- och 1980-talet.

dination av den ekonomiska politiken. I Storbritannien är detta löst på så sätt att en representant för the Treasury (finansdepartementet) sitter med vid Monetary Policy Committee's (penningpolitiska kommitténs) sammanträden, då räntan bestäms. Han eller hon får därmed direkt information om hur banken analyserar det ekonomiska läget och lämnar i sin tur sådan information från finansdepartementet till penningpolitiska kommittén.

På så vis uppnås en koordination av den ekonomiska politiken, inte i den grad som gällde när regeringen bestämde både över penningpolitiken och finanspolitiken, men likväl så att regeringen har insikt i centralbankens penningpolitik. Det kan rimligen inte uppstå någon osäkerhet om centralbankens mål, när regeringen, företrädd av finansministern, har satt det operativa inflationsmålet.⁴ Däremot kan det naturligtvis uppstå en osäkerhet om bankens omvärldsbild och bankens reaktion på den politik som finansdepartementet bedriver.

Den koordination som finns i Storbritannien är inte möjlig för ECB, ty det skulle innebära att tolv finansdepartement vore representerade i ECB-rådet. I stället sker detta mycket indirekt genom att Ekofin-rådets ordförande (tillsammans med en representant för kommissionen) utan rösträtt deltar i ECB-rådets sammanträden.

Sverige intar en mellanställning mellan Bank of England och ECB, genom att riksbanksfullmäktiges ordförande och vice ordförande har rätt att sitta med vid direktionens sammanträden.

Sverige intar en mellanställning mellan Bank of England och ECB, genom att riksbanksfullmäktiges ordförande och vice ordförande (som för närvarande inte är riksdagsledamot) har rätt att sitta med vid direktionens sammanträden. Detta sker ofta, så det finns en koppling till fullmäktige och därmed indirekt

till riksdagen och de politiska partierna. Finansministern informeras om direktionens beslut innan de offentliggörs, men den koordination som uppnås i Storbritannien finns inte i lika hög grad i det svenska systemet för ekonomisk politik. Samtidigt sker det ett informellt informationsutbyte genom Riksbankens öppenhet i tal, protokoll och rapporter och de ekonomisk-politiska dokument som strömmar från regeringskansliet.

Nya Zeeland är ett av pionjrländerna för inflationsmålspolitik. Där sluter regeringen ett kontrakt med centralbankschefen om inflationsmålet. Vid avvikelser från målet måste centralbankens chef förklara sig och riskerar att avskedas för

⁴ Att plötsligt ändra målet skulle antagligen visa sig bli mycket dyrt både politiskt och finansiellt genom den osäkerhet som då skulle kunna uppstå om Storbritanniens framtida politik.

misslyckandet. Detta har ännu inte inträffat, trots att inflationsmålet missats. Målet har dessutom ändrats under senare år.⁵

Självständighetsparadoxen

Efter Bretton Woods-systemet sammanbrott 1971–72 har de flesta industriländer övergått till flytande växelkurs med självständiga centralbanker. Men man kan verkligen undra vad det ligger för rationellt i att finansmarknaderna inte kan lita på en regering, som själv samordnar finans- och penningpolitiken och utlovar låg inflation, när finansmarknaderna litar på en centralbank som får sitt uppdrag av samma regering att hålla stabila priser. Riksdagen kan ju när som helst ge banken nya instruktioner i lag. Riksbankens mål är nämligen angivet i en vanlig lag, inte i grundlagen.

Regeringen, eller parlamentet, skulle alltså lyckas med att få en av sina institutioner, centralbanken, att fullfölja en trovärdig politik, som den själv är oförmögen till. Detta är en paradox, som är svår att förklara logiskt, men delegeringen spelar uppenbart en ekonomisk-politiskt viktig roll.⁶ Hur kan det

Regeringen, eller parlamentet, skulle alltså lyckas med att få en av sina institutioner, centralbanken, att fullfölja en trovärdig politik, som den själv är oförmögen till. Detta är en paradox.

komma sig att själva delegeringen från de politiska organen till en självständig centralbank är trovärdig och hur kommer de sig att centralbanken trovärdigt kan bedriva den penningpolitik som regeringen inte anses kunna fullfölja?

Arrangemanget med delegeringen skapar en ”politisk mur” kring penningpolitiken, så att de politiska organen, om de ångrar delegeringen, inte utan vidare skulle återkalla den. Ett återkallande skulle nämligen tydligt och tidigt signalera till allmänheten och finansmarknaderna att nu är det fara å färde, penningpolitiken kommer att läggas om. Det skulle därför inte vara möjligt att överraska med expansiv politik och inflation. Ett återkallande skulle bli dyrt både politiskt och ekonomiskt, medföra stigande inflationsförväntningar, som är svåra att få bukt med, och höjda räntor. Tillväxten och sysselsättningen skulle pressas ner.

Att självständiga centralbanker bättre kan genomföra en penningpolitik för låg inflation beror på att de saknar regeringars målkonflikter. De penningpolitiska målen är enkla och entydiga, i Riksbankens fall 2 procents inflation samt att upp-

⁵ Nya Zeeland var tillsammans med Kanada förebilder för Sveriges riksbank när den fasta växelkursen övergavs vid slutet av 1992. Kanada hade den längsta erfarenheten av flytande växelkurs, nämligen från perioden 1950-62 och efter 1970. Råd och erfarenheter från Kanadas centralbank var viktiga för Riksbanken vid regimbytet.

⁶ Se Buitert & Sibert (2000).

Att självständiga centralbanker bättre kan genomföra en penningpolitik för låg inflation beror på att de saknar regeringars målkonflikter.

rätthålla ett säkert och effektivt betalningsväsende. Målen är enkla i meningen "endimensionella", inte i den meningen att penningpolitiken är en lätt uppgift, utan i den meningen att en centralbank saknar regeringars be-

hov av avvägningar mellan politiska mål som ibland står i konflikt med varandra. Detta är en tolkning av det till synes paradoxala förhållandet att finansmarknaderna inte litar på regeringar men på en underlydande institution, centralbanken, som får sin instruktion av riksdagen.

Ekonomisk politik och ideologi

Den ekonomiska teorin kring detta innebär med nödvändighet en förenkling. Något brutalt kan formuleringen sägas vara att regeringar frestas att skapa inflation för att lura en godtrogen allmänhet, och därigenom skaffa fördelar inför ett val genom att överraska med inflation och hög tillväxt. Den formuleringen är stiliserad, alltför förenklad och passar inte alltid den komplexa verkligheten.

Regeringars politik kan ju ses som ett "oändligt upprepat spel" med fackföreningar, företag och andra medborgargrupper. Om det finns någon rationalitet i förväntningsbildningen skulle det inte med framgång kunna ske upprepade löftesbrott. Det måste finnas kompletterande förklaringar till att regeringspolitiken misslyckades med prisstabiliseringen och till att delegering av penningpolitiken ser ut att vara framgångsrik. Låt oss pröva ett någon annorlunda, historiskt be-
tingat, synsätt.

Utbudshocker av den omfattning och den storleksordning som drabbade världsekonomin 1973–74 och 1979–80 var ovanliga eller helt nya för efterkrigstiden.

Kanske är förklaringen till att keynesianismen, i inskränkt ekonomisk mening, med ambitionen att samordna den ekonomiska politiken för full sysselsättning och prisstabilitet, misslyckades mycket enklare. Oljeprischockerna, lönekostnadskriserna och dåliga

skördeutfall under 1970-talet representerade utbudsstörningar, som åtminstone vissa regeringar mötte med efterfrågepolitik. Regeringarna var helt enkelt vana vid att bekämpa efterfrågechocker. Utbudshocker av den omfattning och den storleksordning som drabbade världsekonomin 1973–74 och 1979–80 var ovanliga eller helt nya för efterkrigstiden.

Denna felanvändning av de ekonomiska instrumenten misskrediterade keynesianismen och regeringarnas försök till stabiliseringspolitik genom att påverka efterfrågan. Samtidigt tycktes keynesianismen vederläggas av teoretisk och empi-



risk forskning. Men en felaktig verklighetsuppfattning och felanvända ekonomiska instrument behöver inte för all framtid diskriminera den typ av stabiliseringspolitiska ambitioner som tidigare har funnits, ifall den nuvarande uppläggningsvisar sig mindre framgångsrik.

”Keynesianismens fall” medförde en sorglig nedtoning av efterfrågepolitikens betydelse. Dess faktiska betydelse framgår tydligt när man studerar den svenska utvecklingen. Hushållens sparande steg från -5,5 procent av de disponibla inkomsterna 1989 till mer än +8 procent 1993. Detta, tillsammans med ekonomisk-politiska nedskärningar av efterfrågan under dessa fyra år, representerade en negativ efterfrågechock för den svenska ekonomin på mer än 10 procent av BNP, med massarbetslöshet och ett BNP-fall på 5 à 6 procent som följd.⁷ Modigliani, Solow och de fem medförfattarna till ”Manifestet”, som nämns i fotnot 7, skrev 1998 om massarbetslösheten i Europa: ”Ändå har begreppet [efterfrågepolitik] för närvarande blivit tabu bland många europeiska centralbanksfunktionärer och politiska ledare, trots att det finns gott om bevis för att det under de senaste åren spelat en betydande roll för den ökade arbetslösheten.”

Ekonomisk politik har ofta ideologisk bakgrund. Man bör ha klart för sig att ”keynesianismens fall” inte bara har att göra med den strikta stabiliseringspolitiska tolkningen av begreppet. Keynesianismen i mindre strikt ekonomisk mening är ett mer omfattande begrepp och står för allmän välfärdspolitik, regleringar, starka fackföreningar, korporativism med mera. Ekonomisk liberalism, avregleringar för att befria marknaderna och öka individens betydelse på kollektivets bekostnad var lika mycket med i spelet som misslyckandet med stabiliseringspolitiken, när keynesianismen ersattes av mer liberal ekonomisk politik. Det fanns och finns en stark koppling mellan politiska ideologier och ekonomiska skolbildningar. Det är inget konstigt med det, ty till syvende och sist är det den grundlägg-

Felanvändning av de ekonomiska instrumenten misskrediterade keynesianismen och regeringarnas försök till stabiliseringspolitik genom att påverka efterfrågan.

Ekonomisk liberalism, avregleringar för att befria marknaderna och öka individens betydelse på kollektivets bekostnad var lika mycket med i spelet som misslyckandet med stabiliseringspolitiken, när keynesianismen ersattes av mer liberal ekonomisk politik.

⁷ Se uppsatsen av Modigliani, Franco med flera i Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, September 1998, däribland flera nobelpristagare. ”An Economist’s Manifesto on Unemployment in the European Union”. Uppsatsen, som skrevs av nobelpristagarna Modigliani, Solow och fem andra framstående ekonomer, undertecknades av ett 25-tal europeiska och amerikanska ekonomer. Manifestet finns översatt i Meidner (1999). Bortsett från att Meidner uppmärksammade skriften gick denna uppsats den kvalificerade ekonomdebatten förbi. Om sparkvoten, se Riksbankens inflationsrapport, nr 3 2000, diagram 35.

gande uppfattningen om och erfarenheterna av hur verkligheten är beskaffad och hur den fungerar som avgör tillhörigheten både till politiska ideologier och ekonomiska skolor.⁸

Minskad arbetslöshet utjämnar
levnadsvillkoren mellan medborgarna
mer än kanske något annat.

Historiska erfarenheter tyder inte på att fria kapitalrörelser, avregleringar och frånvaron av stabiliseringspolitik inriktad på att bekämpa arbetslösheten kan förena full sysselsättning med en mycket jämn inkomstfördelning. Även nu tycks inkomsterna bli allt mer ojämnt fördelade, mest så i de länder som gått längst i avregleringar och där avregleringarna varit i kraft längst, nämligen i USA och Storbritannien.⁹ Å andra sidan stiger sysselsättningen i de nämnda länderna, och minskad arbetslöshet utjämnar levnadsvillkoren mellan medborgarna mer än kanske något annat genom att lyfta välfärden för människor med låga eller inga inkomster.

Slutord

Den penningpolitiska regim som nu råder i vårt land bygger på en genomtänkt filosofi, som visserligen inte är helt färdig men som under senare delen av 1990-talet fungerat mycket bra och som fortfarande utvecklas på ett medvetet sätt.

För att Riksbankens penningpolitik ska vinna förtroende hos allmänheten och för att inriktningen mot ett inflationsmål ska få full förstärkning krävs öppenhet. Det har varit ledstjärnan när Riksbankens direktion lagt upp sitt arbete.

Öppenheten ska tydliggöra Riksbankens tankemönster. Om marknadsaktörerna förstår hur direktionen resonerar är risken låg för onödiga svängningar i valutakurser och räntor. Marknaden ska förhoppningsvis inse vilken analysramen är och hur resonemangen går, så att marknaden själv kan sätta räntan utifrån den information som strömmar in. Det bör bidra till en stabil ekonomisk utveckling, med snabb tillväxt och hög sysselsättning.

Riksbanken intar, tillsammans med
Bank of England, en särställning
bland centralbankerna, när det gäller
öppenhet.

Riksbanken intar, tillsammans med Bank of England, en särställning bland centralbankerna, när det gäller öppenhet. Bank of England har i det här avseendet varit en vägvisare för Riksbanken.

Demokrati kräver tydlighet om beslutsfattarnas mål, öppenhet i beslutsprocesser.

⁸ Tankegången finns utvecklad i min uppsats, "Are Economists Social Scientist?" i Setterfield (ed.) (2000).

⁹ Se Atkinson (2000), för internationella jämförelser samt Nelander och Lönnroos (2000), om Sverige.



sen och ansvarsutkrävande av makthavarna, kort sagt insyn, kontroll och ansvar. Riksbanksdirektionen är inte folkvald. Det betyder att den demokratiska kontrollen med nödvändighet försvagas och att ansvarsutkrävandet tunnas ut genom att makten har delegerats i mer än ett led, men riksbanksledningen är indirekt ansvarig inför svenska folket och det bör ha framgått av denna artikel att många av demokratins krav är uppfyllda, när det gäller Riksbanken.

Vid ett medlemskap i valutaunionen kommer insynen i den penningpolitiska beslutsprocessen att försämrats och därmed också kontrollen, om nuvarande regler för beslutsfattande i ECB består. Svenska folkets möjlighet till ansvarsutkrävande minskar betydligt och blir i den mån den alls finns mycket indirekt. Insyn, kontroll och ansvarsutkrävande minskar jämfört med nuvarande ordning i Sverige med en självständig Riksbank, varför en av demokratins grundläggande egenskaper kan ifrågasättas, nämligen att den som är föremål för maktutövning ska kunna ställa maktutövaren till ansvar.

Demokrati kräver tydlighet om beslutsfattarnas mål, öppenhet i beslutsprocessen och ansvarsutkrävande av makthavarna.

Vid ett medlemskap i valutaunionen kommer insynen i den penningpolitiska beslutsprocessen att försämrats och därmed också kontrollen.



Referenser

- Apel, M. & Viotti, S., (1998), "Varför är det bra med en självständig Riksbank?", *Penning- och valutapolitik* 1998:2.
- Atkinson, A. B., (2000), "Är växande inkomstskillnader oundvikliga? Kritik av ett transatlantiskt samförstånd." i *Agoras årsbok* 2000, Stockholm.
- Bergström, V., (2000), Are Economists Social Scientists? i Setterfield, Mark, (ed.) Growth, Employment and Inflation. *Essays in Honour of John Cornwall*, London.
- Buiter, W. H. & Sibert, A. C., (2000), Designing a Monetary Authority, i Santomero, Anthony, M., Viotti, S. & Vredin, A., (eds) *Challenges for Central Banking*, Sveriges Riksbank, Stockholm.
- Heikensten, L. & Vredin, A., (1998), "Inflationsmålet och den svenska penningpolitiken – erfarenheter och problem". Ekonomisk Debatt, årgång 26 nr 8, sid. 573–593.
- Hermansson, J., (1999), *Om att tämja folkmakten*, i SOU 1999:78.
- Meidner, R., (1999), *Manifest för full sysselsättning*, Stockholm.
- Modigliani, F., m. fl. (1998) . "An Economist's Manifesto on Unemployment in the European Union" i *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, September.
- Nelander, S. & Lönnroos, E., (2000), *Inkomster och inkomstfördelning*, Landsorganisationen, Stockholm.
- Sveriges riksbank, *Inflationsrapport*, nr 3 2000, diagram 35.

Räntestyrning i penningpolitiken – hur går det till?

AV KERSTIN MITLID OCH MAGNUS VESTERLUND

Kerstin Mitlid är verksam på avdelningen för finansiell stabilitet och Magnus Vesterlund på avdelningen för marknadsoperationer.

Syftet med denna artikel är att beskriva vad som i grunden krävs för att centralbanker i moderna ekonomier ska kunna styra räntan samt att redovisa och diskutera utformning och tillämpning av Riksbankens penningpolitiska styrsystem. Riksbankens system jämförs med huvuddragen i det amerikanska styrsystemet – ett system som ursprungligen utformades för att ge möjlighet att direkt styra penningmängden, men som idag enbart utnyttjas för att styra dagslåneräntan.

Inledning

Enligt den enklaste läroboksansatsen bestäms inflationen av mängden pengar i ekonomin och sedelmonopolet ger där centralbanken möjlighet att bestämma inflationen. Synen på penningmängdens roll för penningpolitikens möjlighet att påverka inflationen har dock förändrats i takt med att betalningsväsendet utvecklats. Numera tillämpar i stort sett alla centralbanker räntestyrning utan direkt sikte på något snävt mått för pengar.

I artikeln konstaterar vi att på de välutvecklade finansiella marknader som centralbanker verkar idag är utgivningen av sedlar och mynt ingen självklar förutsättning för att styra räntan. Det är heller inte nödvändigt att tillämpa kassakrav. Vår slutsats är att rätten att bestämma villkoren för in- och utlåning i centralbanken för de banker som deltar i det centrala betalningssystemet utgör ett tillräckligt villkor för att kunna påverka räntebildningen på dagslåne marknaden. Dagslåneräntan påverkar sedan i sin tur prisutvecklingen i ekonomin via många olika kanaler.

Författarna tackar Sonja Daltung, Staffan Viotti och Anders Vredin för värdefulla synpunkter.

Efter en genomgång av de grundläggande förutsättningarna för moderna centralbankers möjlighet att påverka räntebildningen och därmed inflationen, jämförs Riksbankens räntestyrningssystem med huvuddragen i det amerikanska styrsystemet. Det är ett exempel på ett styrsystem som ursprungligen utformades för att ge möjlighet att direkt styra penningmängden, men som idag enbart utnyttjas för att styra dagslåneräntan. Avslutningsvis beskriver vi hur Riksbanken i praktiken går till väga för att styra räntan samt diskuterar de överväganden som legat till grund för vissa delar i utformningen och tillämpningen av Riksbankens styrsystem.

Inflationsstyrning i en enkel modell

I den enkla läroboksansatsen bestäms prisnivån av mängden pengar i ekonomin.

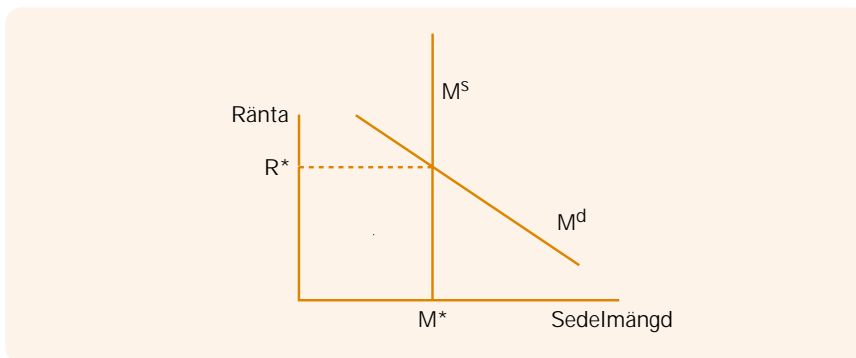
Centralbanken kan om det också finns en obligationsmarknad styra mängden pengar och därmed prisnivån genom räntestyrning alternativt utbuds- eller kvantitetsstyrning.

I den enkla läroboksansatsen tar beskrivningen av hur centralbanken kan styra inflationen vanligen sin utgångspunkt i en enkel modell¹ där prisnivån bestäms av mängden pengar i ekonomin. Sedlar är det enda betalningsmedlet – sedelmängden utgör således penningmängden – och centralbanken har monopol på utgivningen. Med given produktion av varor stiger prisnivån om mängden utelöpande sedlar ökar och tvärt om, varför centralbanken kan bestämma inflationen genom att bestämma sedelmängden.

Om modellen utvidgas med en obligationsmarknad kommer allmänhetens sedefterfrågan att vara räntekänslig eftersom ett seditnehav inte ger någon avkastning och då det alltid finns möjlighet att välja mellan att ha sina finansiella tillgångar placerade i obligationer eller i sedlar. Den nominella räntan kommer därför att utgöra alternativkostnaden för ett seditnehav. Centralbanken kan i denna modell styra mängden pengar och därmed prisnivån genom att bestämma räntan så att efterfrågan på sedlar anpassas till vad som krävs för att priserna ska utvecklas i enlighet med centralbankens mål, så kallad *räntestyrning*. Alternativt kan centralbanken bjuda ut en viss mängd sedlar och låta räntan anpassas så att allmänheten är villig att hålla dessa sedlar, så kallad *utbuds- eller kvantitetsstyrning* (se figur 1).

¹ Se till exempel Dornbusch & Fischer (1994). Kvantitetsterorin: $m^* = y + p - v$ visar en efterfrågefunktion för pengar i logaritmerad form av $M/P = L(Y, i)$ där M är penningmängden, Y är real BNP, i är räntan och $V = Y/(M/P)$ är omloppshastigheten. Ekvationen visar att penningmängdsefterfrågan växer i takt med inflationen plus tillväxten i real BNP samt förändringen i omloppshastigheten för pengar.

Figur 1. Alternativa sätt att styra penningmängden



Inflationsmålet kan uppnås antingen genom att centralbanken sätter räntan till R^* eller genom att utbudet av pengar (M^s) bestäms till M^* . Om centralbankens mål för inflationen är p^* och omloppshastigheten för pengar – velociteten – är konstant så kommer enligt kvantitetsteorin (se not 1) den förändring av penningmängden som motsvarar inflationsmålet plus förändringen av den samlade produktionen att ge måluppfyllelse. M^d = efterfrågan på pengar.

Ändrade förutsättningar

Idag verkar centralbanker på avreglerade och välutvecklade finansiella marknader. Där skiljer sig förutsättningarna för att bedriva penningpolitik från den enkla läroboksmodellens på många sätt.

I den enkla modellen består penningmängden endast av sedlar och mynt. Centralbanken har monopol på sedelutgivningen och därmed kontroll över penningmängden. Hushållens motiv att hålla pengar är att kunna genomföra betalningar. Slutligen är det, i den enklaste modellen, räntans roll som alternativkostnad för pengar som gör att en ränteförändring får effekt på efterfrågan på pengar och därmed på inflationen.

En viktig skillnad mot den enkla modellen är att *sedlar* sedan länge *inte är det enda betalningsmedlet*. Betalningar över konton svarar för en allt större andel av betalningsströmmarna och utvecklingen av betalningsväsendet går snabbt. Även behållningen på inlåningskonton i bank kan därmed vid sidan av ett sedelinnehav tjäna som likviditetsbuffert för kommande transaktioner och alltså räknas som pengar.

En viktig skillnad mot den enkla modellen är att sedlar sedan länge inte är det enda betalningsmedlet.

När sedlarna upphörde att vara det enda betalningsmedlet minskade centralbankernas möjlighet att enbart genom styrning av utbudet av sedlar påverka penningmängden och därmed prisnivån i ekonomin. I syfte att öka styrbarheten i det vidare penningmängdsbegreppet införde flertalet centralbanker kassakrav på

bankernas likvida inlåning. Kassakraven tvingade bankerna att placera en del av inlåningen från allmänheten på räntelösa inlåningskonton i centralbanken. Därmed kunde den så kallade *monetära basen*, definierad som utelöpande sedlar plus bankernas räntelösa inlåning i centralbanken, styras på i princip samma sätt som sedelmängden i den enklaste modellen. Konstruktionen med kassakrav gjorde att den monetära basen under vissa antaganden stod i en bestämd relation till penningmängden. Centralbanken antogs därför kunna styra den utvidgade penningmängden genom att styra den monetära basen. Under förutsättning att penningmängden och prisnivån uppvisade ett stabilt samband kunde centralbanken också påverka prisnivån.

Likvida värdepappersmarknader, välfungerande dagslänemarknader och effektiva betalningssystem har emellertid *minskat behovet av att hålla likvida medel* i form av inlåning och sedlar som *buffert* för att kunna genomföra transaktioner. Värdepapper kan exempelvis snabbt säljas eller belånas och utfästelser om krediter kan snabbt omvandlas till betalningsmedel av kreditvärdiga banker. Den snabba utvecklingen har gjort det svårt att hitta ett mått för begreppet pengar som uppvisar ett stabilt samband med inflationen i ekonomin.

Eftersom det blivit svårare att definiera vad som ska betecknas som pengar har det också blivit svårare att avgöra vad som är alternativkostnaden för att placera en del av sina finansiella tillgångar i pengar.

I den enklaste läroboksansatsen förutsattes vidare att ett *innehav av pengar* inte gav någon avkastning. Ett motiv för att införa kassakrav utan ränteersättning var att öka alternativkostnaden för att hålla pengar i utvidgad mening då bankerna på grund av kassakravet minskade ränteersättningen för allmänhetens bankinlåning och därmed ökade räntekänsligheten i efterfrågan på pengar.

Eftersom det blivit svårare att definiera vad som ska betecknas som pengar har det också blivit *svårare att avgöra vad som är alternativkostnaden* för att placera en del av sina finansiella tillgångar i pengar.

Kunskapen om de mekanismer som gör att penningpolitiken kan påverka inflationen – den så kallade *transmissionsmekanismen* – är begränsad. Tydligt är dock att den är betydligt mer komplicerad² än i den enkla modellen där räntans roll som alternativkostnad för pengar utgjorde den enda kanal genom vilken räntan fick effekt på inflationen. Om just denna kanal spelar någon viktig roll i dag är tveksamt. Trögrörliga priser gör troligen att nominella ränteförändringar via flera kanaler påverkar efterfrågan på varor, tjänster och finansiella tillgångar, vilket avspeglas i efterfrågan på krediter och transaktionsmedel.

² Se till exempel Friedman (1999).

Sammanfattningsvis har teknisk utveckling, avregleringar och internationalisering medfört att det blivit allt svårare att utnyttja penningmängden som ett mellanliggande mål för ett slutligt prisstabilitetsmål.

Flertalet centralbanker inriktar därför numera sin penningpolitik på att påverka räntebildningen i ekonomin via dagslänemarknaden (se kommande avsnitt) utan att direkt ta sikte på dess effekter på penningmängden. Penningmängden spelar numera för de flesta främst roll som *en inflationsindikator* bland många andra. Det finns dock betydande skillnader mellan olika centralbankers värdering av penningmängden som inflationsindikator. Den europeiska centralbanken, ECB,³ anger till exempel ett så kallat referensvärde för den penningmängdstillväxt som bedöms vara förenlig med deras prisstabilitetsmål på medellång sikt, men har samtidigt klart uttalat att penningmängden *inte* utnyttjas som ett *mellanliggande mål* för det slutliga prisstabilitetsmålet.

Betalningssystem och dagslänemarknad viktiga för räntestyrningen

I moderna ekonomier inriktar sig centralbankerna således på att via räntestyrning direkt påverka sitt slutmål för penningpolitiken. Räntebildningen i ekonomin påverkas genom styrning av den ränta till vilken bankerna över natten kan finansiera respektive placera under- eller överskott i sina betalningsströmmar, det vill säga dagslåneräntan. Att centralbanken kan påverka räntan på dagslänemarknaden beror i grunden på dess möjlighet att bestämma villkoren för och omfattningen av in- och utlåning i centralbanken över natten för de banker som deltar i *det centrala betalningssystemet*. I detta system hanteras betalningar mellan centralbanken och banksystemet samt mellan de banker som deltar i systemet. I kommande avsnitt ges exempel på två olika penningpolitiska styrsystem där villkoren för in- och utlåning i centralbanken skiljer sig på ett intressant sätt.

På välutvecklade finansiella marknader utjämnas merparten av de under- och överskott som uppstår i betalningsströmmarna under dagen genom att bankerna lånar av och placerar hos varandra på dagslänemarknaden. De villkor som tillämpas för lån och placeringar i centralbanken är vanligen satta så att det är fördelaktigare att utnyttja *dagslänemarknaden* för att utjämna under- och överskott i

I moderna ekonomier inriktar sig centralbankerna på att via räntestyrning direkt påverka sitt slutmål för penningpolitiken.

³ Se ECB (1999).

betalningsströmmarna än att låna och placera i centralbanken så länge det finns tillräckligt med likviditet på dagslånemarknaden.

Genom att påverka den aktuella och den förväntade dagslåneräntan kan centralbanken också påverka de räntor allmänheten möter.

Dagslåneräntan är den kortaste marknadsräntan. Eftersom dagslåneräntan normalt är den alternativa kostnaden eller avkastningen för en banks finansiering respektive placering påverkar den räntebildningen i hela ekonomin.

En bank som ger lån till ett företag kan i princip finansiera detta genom att låna på dagslånemarknaden. En bank som har ett överskott som ska placeras kan välja mellan att låna ut pengarna på dagslånemarknaden till en annan bank, köpa räntebärande värdepapper eller ge lån med längre löptid till allmänheten. Förväntningar om dagslåneräntans utveckling under värdepapperets återstående löptid kommer därmed att påverka hur mycket banken är villig att betala för det räntebärande värdepapperet, vilket avspeglas direkt i räntan. Förväntningarna om dagslåneräntan under den tid en utlåningsränta är bunden kommer också att utgöra grunden för den utlåningsränta allmänheten möter. Genom att påverka den aktuella och den förväntade dagslåneräntan kan centralbanken således också påverka de räntor allmänheten möter.

Ett underskott i en banks betalningsströmmar måste på kort sikt finansieras genom lån på dagslånemarknaden eller genom att låna, alternativt minska, sin inlåning i centralbanken.

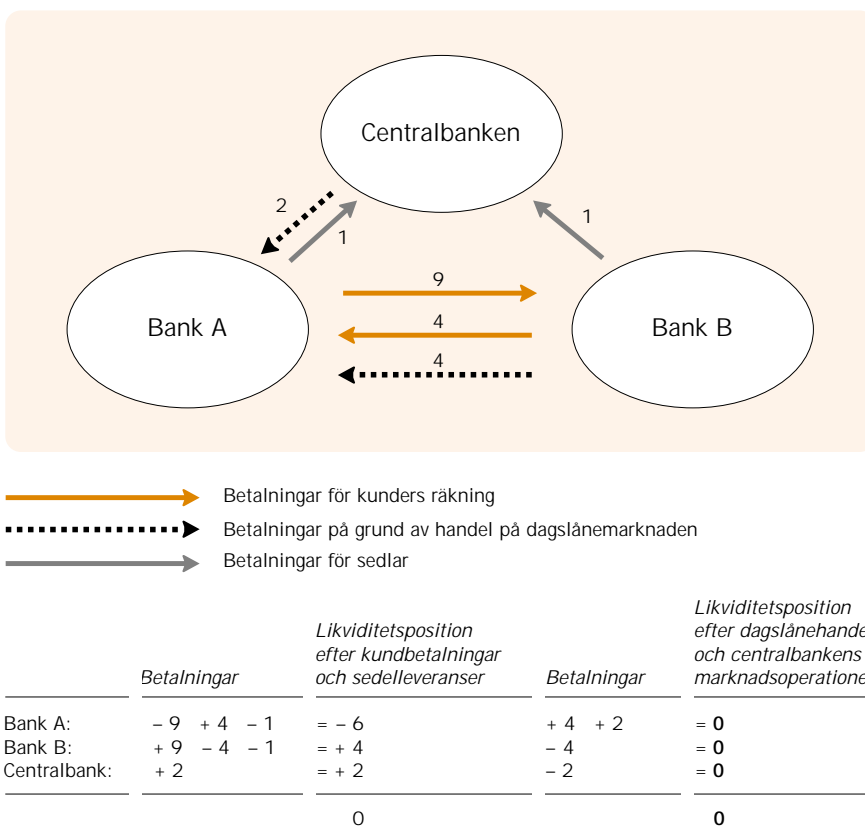
Ett underskott i en banks betalningsströmmar kan exempelvis uppstå om banken genomför stora betalningar från sina kunders inlåningskonton till andra banker. Underskottet måste finansieras på något sätt.⁴ På längre sikt kan banken minska sin utlåning, men eftersom dessa lån inte omedelbart kan

sägas upp måste finansiering på kort sikt ske genom lån på dagslånemarknaden eller genom att låna, alternativt minska, sin inlåning i centralbanken. På samma sätt måste den bank som får ett överskott i sina betalningar på kort sikt placera detta antingen på dagslånemarknaden eller i centralbanken till de villkor centralbanken bestämmer. Förutsättningen för finansiering direkt i centralbanken är att banken deltar i det betalningssystem där betalningar mellan banksystemet och centralbanken genomförs.

De banker som deltar i det centrala betalningssystemet kan efter varje dags betalningar sammantaget ha ett över- eller underskott som måste placeras eller lånas i centralbanken (se figur 2). Under- eller överskott uppstår om betalnings-

⁴ Underskott i betalningar uppstår under dagen och kan kvarstå vid dagens slut. Här diskuteras finansiering av underskott vid dagens slut. Underskott under dagen kan antingen finansieras via så kallad intradagskredit i centralbanken eller genom att deltagarna håller en likviditetsbuffert i centralbanken på inlåningskonton.

Figur 2. Betalningsströmmar och likviditetspositioner



Anm. Exemplet illustrerar hur betalningar mellan deltagare i det centrala betalningssystemet genererar likviditetsöver- och underskott hos deltagande banker och hur likviditetspositionerna utjämnas på dagslånemarknaden där också centralbanken agerar. I exemplet har Bank A inledningsvis ett underskott (-6) efter betalningar till och från Bank B för kunders räkning samt betalningar till centralbanken för sedlar. Bank A måste finansiera detta antingen på dagslånemarknaden eller i centralbanken. Bank B har samtidigt ett överskott (4) som måste placeras. Banksystemet som helhet har inledningsvis ett underskott i centralbanken (-2) vilket i exemplet redovisas som att centralbanken har ett överskott som måste placeras. Bank B väljer att låna ut sitt likviditetsöverskott (4) till Bank A (alternativet hade varit att placera överskottet i centralbanken). Centralbanken kan vid dagens slut välja att låta Bank A låna över natten alternativt dra ner sin inlåning i centralbanken. Alternativt kan centralbanken köpa värdepapper på dagslånemarknaden för att tillföra likviditet. I exemplet har centralbanken valt det senare och betalar (2) till Bank A som säljer värdepapper för att få likviditet. Villkoren för in- och utlåning i centralbanken samt centralbankens möjlighet att påverka bankernas samlade likviditet via marknadsoperationer kommer att bestämma räntan på dagslånemarknaden.

strömmarna mellan banksystemet och centralbanken inte balanserats under dagen. In- och utleverans av sedlar och centralbankens köp och försäljning av värdepapper är exempel på vad som genererar betalningar mellan bankerna och

De banker som deltar i det centrala betalningssystemet kan efter varje dags betalningar sammantaget ha ett över- eller underskott som måste placeras eller lånas i centralbanken.

centralbanken om detta är möjligt i systemet eller genom att dra ner sin kontobehållning i centralbanken. Centralbanken kan alltså via köp och försäljning av värdepapper *påverka banksystemets likviditet*.

Villkoren för in- och utlåning i centralbanken samt hur centralbanken väljer att påverka banksystemets likviditetsläge utgör kärnan i alla penningpolitiska styrsystem.

Villkoren för in- och utlåning i centralbanken samt hur centralbanken väljer att påverka banksystemets likviditetsläge utgör kärnan i alla penningpolitiska styrsystem. Om centralbanken önskar att bankerna ska ha ett upplåningsbehov kan ett sådant skapas till exempel genom att ge ut egna värdepapper. Likheter mellan de penningpolitiska styrsystem som olika centralbanker tillämpar är således i grunden stora.⁵ Men även om det finns stora grundläggande likheter mellan olika penningpolitiska styrsystem finns också viktiga skillnader. Vi ska nedan jämföra två typer av system – ett som bygger på i princip samma mekanismer som det system som den amerikanska centralbanken tillämpar och ett som har samma egenskaper som Riksbankens system.

centralbanken. Ett underskott i banksystemets betalningar mot centralbanken brukar vanligen beskrivas som att banksystemet har ett *likviditetsunderskott*. Bankerna måste då finansiera detta till de villkor centralbanken bestämmer antingen genom att låna i centralbanken.

Villkoren för in- och utlåning i centralbanken samt hur centralbanken väljer att påverka banksystemets likviditetsläge utgör kärnan i alla penningpolitiska styrsystem. Sedelutgivningen skapar i grunden ett behov för bankerna att låna i centralbanken, men utgör inte en förutsättning för möjligheten att styra räntorna.

Ett penningpolitiskt styrsystem med räntelösa reserver

Bankernas behov av att placera en viss del av sina tillgångar i centralbanken Federal Reserve skapas dels av ett bindande kassakrav, dels av att lånemöjligheterna i centralbanken i praktiken är begränsade.

Den amerikanska centralbankens styrsystem bygger på att bankerna har behov av att placera en viss andel av sina tillgångar på inlåningskonto i centralbanken och att detta konto inte ger någon avkastning. Bankernas behov av att placera en viss del av sina tillgångar i centralbanken Federal Reserve skapas av ett bindande kassakrav. Systemet

⁵ Se Borio (1997).

bygger dessutom på att bankerna endast i undantagsfall ska låna i centralbanken. I det amerikanska systemet finns visserligen möjlighet för bankerna att låna i så kallat *discount window* till en ränta som normalt är lägre än marknadsräntan, men att frekvent låna i centralbanken indikerar att banken har problem att finansiera sig på marknaden.

Om kostnaderna – de rent pekuniära eller de som uppstår på grund av inslag av bestraffning vid utnyttjande – för att låna i centralbanken är höga kan bankerna välja att utöver kassakravet placera medel som likviditetsbuffert (så kallade fria reserver) i centralbanken trots att det inte ger någon avkastning. Risken är annars att banken vid dagens slut får underskott i sina löpande betalningar som inte kan finansieras på dagslänemarknaden och som inte heller utan höga kostnader kan finansieras i centralbanken. Hur mycket en enskild bank utöver kassakravet väljer att placera i centralbanken beror bland annat på förväntade svängningar i betalningsströmmarna. Detta påverkas bland annat av bankens balansomsättning, där sådant som kreditstockar och allmänhetens bankinlåning utgör viktiga delar. Eftersom allmänhetens kreditefterfrågan och bankinlåning påverkas av ränteläget, påverkas bankens behov att placera i centralbanken indirekt av ränteförändringar både på grund av kassakravet och på grund av behovet av fria reserver. Efterfrågan på fria reserver påverkas också direkt av dagslåneräntan eftersom placeringar på dagslänemarknaden utgör ett alternativ för placeringar i centralbanken, men också av kostnaden för att låna i *discount window*.

De mekanismer som gör att centralbanken i detta system kan påverka dagslåneräntan kan beskrivas på följande sätt:

Genom att köpa eller sälja värdepapper kan centralbanken påverka bankernas behållning på deras inlåningskonton i centralbanken. Om centralbanken vill sänka räntan köper den värdepapper från marknaden till den ränta marknaden erbjuder (jämför be-

Genom att köpa eller sälja värdepapper kan centralbanken påverka banksystemets behållning på deras inlåningskonton i centralbanken.

skrivningen av utbudsstyrning i den enkla modellen). Ofta beskrivs detta som att likviditet tillförs marknaden via öppna marknadsoperationer. När centralbanken köper värdepapper sker detta via banker som har konto i centralbanken. Betalningarna för dessa värdepapper krediteras bankernas inlåningskonton i centralbanken. Bankernas samlade behållning på sina inlåningskonton i centralbanken kommer därmed att vara högre än vad de inledningsvis har behov av. Det leder till att en enskild bank som anser sig ha för stor inlåning i centralbanken, bjuder ut likviditet på dagslänemarknaden. Dagslåneräntan faller när utbudet av likviditet ökar. Lägre ränta leder dels till att alternativkostnaden för att ha inlåning i

Figur 3. Centralbanken sänker räntan

Banker				Centralbank							
<i>Tillgångar</i>	t_1	t_2	<i>Skulder</i>	t_1	t_2	<i>Tillgångar</i>	t_1	t_2	<i>Skulder</i>	t_1	t_2
Likvida medel i centralbank	+		Inlåning från allmänhet		+	Värdepapper	+	+	Sedlar		+
Utlåning		+							Inlåning från banker	+	
Värdepapper	-	+									

Allmänhet					
<i>Tillgångar</i>	t_1	t_2	<i>Skulder</i>	t_1	t_2
Sedlar		+	Värdepapper		+
Inlåning i bank		+	Lån i bank		+

Anm. I exemplet köper centralbanken i period 1 (t_1) värdepapper och betalar för detta genom att kreditera bankernas inlåningskonto i centralbanken. Sammansättningen av bankernas tillgångar förändras när deras värdepappersinnehav minskar samtidigt som inlåningen i centralbanken ökar. Därmed minskar också avkastningen på bankens tillgångar. Inledningsvis har banksystemet inte behov av en så stor inlåning i centralbanken. Banksystemet totalt kan inte påverka inlåningen i centralbanken, men varje enskild bank kan öka sin avkastning genom att minska sin behållning i centralbanken och i stället bjuda ut pengarna på dagslånemarknaden. Det pressar ner räntorna på dagslånemarknaden. Även utlåningsräntan till allmänheten faller och kreditefterfrågan stiger. Lägre räntor har period 2 (t_2) lett till att allmänhetens lån i bankerna och på värdepappersmarknaden ökat, samtidigt som deras inlåning och sedelinnehav stigit. I bankernas balansräkning har värdepappersinnehav, utlåning samt inlåning stigit. Räntorna stabiliseras när de fallit så mycket att bankerna är nöjda med att hålla den inlåning i centralbanken som centralbanken bjuder ut.


centralbanken minskar, dels till att bankernas balansomslutning på grund av ökad kreditefterfrågan växer och att allmänhetens efterfrågan på transaktionsmedel stiger. Därmed ökar också bankernas behov av att placera medel på inlåningskonton i centralbanken. Dagslåneräntan stabiliseras när bankerna sammantaget efterfrågar den likvida inlåning i centralbanken som centralbanken via marknadsoperationer bjudit ut.

För att snabbare få dagslåneräntan att stabiliseras på den nivå penningpolitiken siktar på, kan centralbanken signalera vart man önskar att dagslåneräntan ska hamna. Det gör Federal Reserve genom att annonsera en så kallad Fed-funds ränta. Frekventa justeringar av banksystemets samlade likvida inlåning i centralbanken, via så kallade öppna marknadsoperationer, kan ytterligare stabilisera dagslåneräntan.

I detta system påverkas dagslåneräntan av hur mycket likviditet centralbanken bjuder ut.

Beskrivningen av hur detta system fungerar har tagit utgångspunkt i de mekanismer som påverkar dagslåneräntan. I detta system påverkas dagslåneräntan av hur mycket banker-

na sammantaget via centralbankens öppna marknadsoperationer tvingas placera i centralbanken, det vill säga hur mycket likviditet centralbanken bjuder ut. Ett alternativ skulle därför kunna vara att beskriva systemet efter dess förmåga att



påverka penningmängden. Utformningen av det här systemet ger centralbanken möjlighet att kvantifiera och styra mot ett mål för den så kallade monetära basen, där bankernas behållning på inlåningskonto i centralbanken och sedlar ingår. Som vi tidigare konstaterat får dock ränteförändringar effekt på inflationen via många olika kanaler samtidigt som allmänhetens behov av att hålla en likviditetsbuffert i form av sedlar och likvid bankinlåning förändras när betalningsväsendet utvecklas. Att ha ett särskilt mål för utvecklingen av den monetära basen har därför visat sig vara ett ineffektivt sätt att styra inflationen.

Ett penningpolitiskt styrsystem med in- och utlåningsfaciliteter och utan kassakrav

Många centralbanker, som under senare år förändrat sina penningpolitiska styrsystem, har övergått till system utan kassakrav, eller till system där kassakravet ger full ränteersättning, samt med in- och utlåningsfaciliteter där räntevillkoren sätter gränser för dagslåneräntan. Riksbanken, som 1994 införde ett

I Riksbankens system har en bank som vid dagens slut har ett underskott i sina betalningsströmmar rätt att finansiera detta i centralbanken över natten till utlåningsränta.

nytt penningpolitiskt styrsystem – räntestyrningssystem – tillhör denna grupp. Ett viktigt skäl till att undvika styrsystem som bygger på att bankerna ska placera medel i centralbanken till låg eller ingen ränta har varit de kostnader som bankerna åsamkas när de tvingas placera en del av sina tillgångar till icke-marknadsmässiga villkor i centralbanken. Det har heller inte ansetts nödvändigt att via utformningen av räntestyrningssystemet öka möjligheterna att styra en utvidgad definition av penningmängden (se tidigare avsnitt). I Riksbankens system har en bank som vid dagens slut har ett underskott i sina betalningsströmmar rätt att finansiera detta i centralbanken över natten till utlåningsränta. I motsats till vad som gäller för lån i discount window i det amerikanska styrsystemet kan utlåningsfaciliteterna utnyttjas utan begränsning så länge bankerna kan presentera godkända säkerheter och ger inte någon negativ signal om bankens ekonomiska situation. På samma sätt kan en bank med överskott placera detta i centralbanken till inlåningsränta. In- och utlåningsräntan kommer därmed alltid att sätta de yttre gränserna för dagslåneräntan eftersom de utgör alternativ till dagslåneräntan.

Riksbanken siktar på att styra dagslåneräntan så att den hamnar mitt emellan in- och utlåningsräntan och markerar nivån genom annonsering av Riksbankens reporänta. Genom att tillgodose banksystemets samlade behov av att låna eller placera likviditet via öppna marknadsoperationer till Riksbankens reporänta

Riksbanken siktar på att styra dagslåneräntan så att den hamnar mitt emellan in- och utlåningsräntan och markerar nivån genom annonsering av Riksbankens reporänta.

strömmar på dagslänemarknaden bidrar också till att faciliteterna⁶ sällan utnyttjas. Eftersom Riksbanken uttalat sin intention att normalt tillföra så mycket likviditet att in- och utlåningsmöjligheterna inte ska behöva utnyttjas och eftersom de likviditetsjusterande marknadsoperationerna⁷ sker till Riksbankens reporänta stabiliseras dagslåneräntan nära reporäntan.

Det system som Riksbanken tillämpar är konstruerat enbart för att påverka dagslåneräntan via räntestyrning.

Det system som Riksbanken tillämpar är konstruerat enbart för att påverka dagslåneräntan via räntestyrning. In- och utlåningsräntorna kommer alltså att sätta gränserna för dagslåneräntan oavsett hur mycket likviditet Riksbanken tillför. Om Riksbanken köper så mycket värdepapper att banksystemet får överskottslikviditet måste de utnyttja inlåningsfaciliteten och dagslåneräntan kommer att hamna på inlåningsräntan. Så länge dagslåneräntan ligger högre än inlåningsräntan finns motiv för de banker som tvingas placera en del av sina tillgångar på inlåningskonto i centralbanken att låna ut pengar på dagslänemarknaden, men när ränteskillnaderna upphör finns inte längre några sådana motiv.

Riksbankens kontroll av dagslåneräntan i praktiken

I detta avsnitt ger vi en ingående beskrivning av Riksbankens räntestyrningssystem och hur Riksbanken i praktiken går till väga för att styra räntan. Vi konstaterade tidigare att en viktig del i räntestyrningssystemet är bankernas rätt att låna och placera i Riksbanken över natten till förutbestämda räntor, in- respektive utlåningsräntan. Andra väsentliga delar i Riksbankens räntestyrning är den uttalade intentionen att via marknadsoperationer styra banksystemets likviditetsposition så att dagslåneräntan stabiliseras nära reporäntan.

⁶ Riksbanken erbjuder räntefri intradagskredit, vilket gör att bankerna inte behöver ha medel placerade i centralbanken för att möta underskott i betalningar under dagen.

⁷ Så kallade finjusteringar sker till en ränta som avviker från reporäntan med 10 räntepunkter. Se kommande avsnitt.



In- och utlåningsräntan bildar en räntekorridor för marknadens dagslåneränta. Skillnaden mellan in- och utlåningsräntan uppgår för närvarande till 150 räntepunkter. Den skapar incitament för bankerna att utjämna över- och underskott på likviditet med varandra.

Riksbankens direktion bestämmer reporäntan vid sina penningpolitiska möten, vilka äger rum sex till åtta gånger per år. Reporäntebeslutet ger signaler om var Riksbanken önskar att dagslåneräntan ska hamna. Den volymmässigt största likviditetsjusterande öppna marknadsoperationen sker en gång i veckan då Riksbanken annonserar sin penningpolitisk repa⁸ eller emission av certifikat. Så länge korridorrens bredd inte förändras bestämmer reporäntan också in- och utlåningsräntan då reporäntan numera alltid ska ligga mitt i korridoren.

All utlåning⁹ i utlåningsfaciliteten samt tillförsel av likviditet via penningpolitiska repor sker mot säkerhet. De värdepapper som accepteras är räntebärande värdepapper emitterade av främst svenska staten samt av svenska bostadsinstitut.¹⁰

Genomförande av repor, som nämndes ovan, räknas till Riksbankens öppna marknadsoperationer. Andra exempel på öppna marknadsoperationer som kan användas för att påverka likviditeten är emissioner av egna certifikat samt valuta-marknadssvappar¹¹. Emissioner av certifikat används för att grovjustera likviditeten när det existerar ett så kallat strukturellt likviditetsöverskott i banksystemet, det vill säga när likviditet normalt måste dras in från banksystemet.

Riksbankens styrning av dagslåneräntan kan beskrivas i tre steg. I steg 1 görs en prognos över storleken på de öppna marknadsoperationer som ska genomföras under kommande vecka, det vill säga hur mycket likviditet som måste tillföras eller dras in för att bankerna under veckan inte ska behöva utnyttja in- och utlåningsfaciliteterna. I steg 2 tillförs eller dras denna likviditet in genom en öppen marknadsoperation. I steg 3 genomförs öppna marknadsoperationer för att parera de dagliga

Riksbankens praktiska styrning av
dagslåneräntan kan beskrivas i tre
steg.

⁸ Penningpolitisk repa innebär att Riksbanken köper värdepapper och tillför likviditet. Efter en vecka säljer Riksbanken tillbaka värdepapperen och erhåller likviditet. Posten penningpolitisk repa benämns huvudsakliga refinansieringstransaktioner på Riksbankens balansräkning.

⁹ Det gäller också de så kallade räntefria intradagskrediterna som Riksbanken ger deltagarna i betalningssystemet RIX.

¹⁰ Riksbanken kan i samband med givande av nödkrediter även acceptera utlåning under andra villkor än de normala (se Lag om Sveriges riksbank (1988:1385)).

¹¹ Med valutamarknadssvapp (FX-swap) avses transaktioner där Riksbanken köper (säljer) valuta mot kronor avista för att sedan sälja (köpa) tillbaka valutan mot kronor på termin. När Riksbanken köper valuta innebär det att likviditet tillförs kronmarknaden, det vill säga transaktioner har samma effekt på likviditeten i kronor som en penningpolitisk repa.

fluktuationerna i banksystemets löpande betalningar för att banksystemet inte ska behöva utnyttja faciliteterna.

STEG I. PROGNOSEN AV STORLEKEN PÅ DEN VECKOVISA

ÖPPNA MARKNADSOOPERATIONEN

Beslutet om hur mycket likviditet som ska tillföras eller dras in under kommande vecka bygger på en prognos av de betalningar eller flöden som sker mellan Riksbanken och bankerna och som påverkar de poster som ingår i Riksbankens balansräkning

Riksbankens tillgångar består av en guld- och valutareserv, en inhemsk värdepappersportfölj samt utlåning till bankerna.

Riksbankens tillgångar består av en guld- och valutareserv, en inhemsk värdepappersportfölj samt utlåning till bankerna. Guld- och valutareserven består, förutom av guld, av värdepapper denominerade i utländsk valuta

samt fordringar på IMF. De inhemska värdepapperen består enbart av värdepapper emitterade i kronor av den svenska staten.¹² Utlåning till banksystemet utgör för närvarande en betydande del av Riksbankens tillgångar. Den består nästan uteslutande av utlåningen till banksystemet genom penningpolitiska repor.

Riksbankens skulder består främst av sedlar och mynt samt av eget kapital.

Riksbankens skulder består främst av sedlar och mynt samt av eget kapital. Bland övriga poster på skuldsidan kan nämnas inlåning från

banker (inlåningsfaciliteten) som normalt är av liten omfattning. Det egna kapitalet är en del av den svenska statens tillgångar (se figur 4).

Varje tisdag gör Riksbanken en prognos för hur stora över- eller underskott banksystemet i genomsnitt beräknas få i sina betalningar gentemot Riksbanken under kommande vecka. Banksystemets över- och underskott avspeglas alltid i förändringar i Riksbankens balansräkning. Om allmänheten ökar sin efterfrågan på sedlar sker detta via bankerna. När bankerna rekvirerar sedlar uppstår ett likviditetsunderskott som måste finansieras i Riksbanken. Likviditetsprognosen utgår därför från förväntade förändringar i balansräkningens olika poster. Summan av de prognosticerade förändringarna kommer att ge besked om storleken av den penningpolitiska repan (eller i förekommande fall emissionen av certifikat).

Posterna på tillgångsidan är relativt enkla att prognosticera då förändringar-

¹² Den inhemska värdepappersportföljen användes tidigare för att intervensera på den svenska räntemarknaden i syfte att påverka olika löptider på avkastningskurvan. Portföljen har även använts till att understödja den framväxande svenska repomarknaden. I takt med en alltmer välfungerande räntemarknad har det penningpolitiska behovet av en inhemsk värdepappersportfölj minskat.

Figur 4. Riksbankens balansräkning per den 31 december 2000

Tillgångar	Miljoner kronor	Skulder	Miljoner kronor
Guld- och valutareserv (netto)	159 444	Utelöpande sedlar och mynt	97 663
Refinansieringstransaktioner (penningpolitiska repor och finjusteringar)	43 156	Inlåningsfacilitet	108
Utlåningsfacilitet	48	Övriga skulder	1 391
Inhemska värdepapper	20 728	Resultatutjämningsfond	42 193
Övriga tillgångar	1 276	Eget kapital	62 988
Totalt	224 652	Årets resultat	20 309
		Totalt	224 652

Anm. Tillgångar och skulder i utländsk valuta redovisas netto.

na normalt är initierade av Riksbanken.¹³ Förändringar i guld- och valutareserven uppstår när Riksbanken köper och säljer valuta på marknaden för statens räkning; Riksbanken fungerar nämligen som statens bank när det gäller valutaväxling. Förändringar på grund av interventioner på valutamarknaden kan också förekomma, men sådana är sällsynta.¹⁴ Förändringar i portföljen med värdepapper denominerade i kronor uppstår vid kupongförfall och när värdepapperen förfaller till slutbetalning. Förändringar i posten kan även ske om nya värdepapper köps på sekundärmarknaden men detta förekommer numera normalt inte.

På skuldsidan är det normalt endast förändringar i mängden utelöpande sedlar och mynt som behöver prognosticeras. Minskningar eller ökningar i denna post initieras av allmänheten och kan därför inte, åtminstone på kort sikt, kontrolleras av Riksbanken. Allmänhetens efterfrågan på sedlar och mynt uppvisar ett tydligt och stabilt säsongsmönster. Efterfrågan ökar markant inför större helger som exempelvis julhelgen men även i samband med lönehelger. Posten är således lätt att prognosticera.¹⁵ Övriga poster på såväl tillgångs- som skuldsidan uppvisar endast mycket små och förutsägbara förändringar, exempelvis utbetalningar till staten i samband med vinstutdelning. Detta sker en gång per år.

När alla förändringar i de olika posterna har prognosticerats och summerats framkommer hur mycket likviditet Riksbanken måste tillföra eller dränera banksystemet.

Som vi tidigare har konstaterat kan bankerna ha ett så kallat strukturellt likviditetsunderskott eller likviditetsöverskott gentemot centralbanken. Likviditetsunderskottet i det svenska banksystemet uppgick den 31 december 2000 till drygt

¹³ Sedan mitten av 1994 har staten inte längre upplåningsrätt och placeringsrätt över natten i Riksbanken. Statens egen likviditetshantering sker via konton i affärsbankerna.

¹⁴ Valutareserven kan också öka på grund av räntekomster från valutareserven. Det sker dock ingen effekt på kronlikviditeten i banksystemet.

¹⁵ Komplexiteten i prognosarbetet ökar om sedlarnas räntekänslighet för reporänteförändringar beaktas. Riksbanken bortser dock från sedlarnas räntekänslighet i prognosarbetet och beaktar endast säsongsmönstret. Skälet är att Riksbanken genomför dagliga finjusteringar vilket ställer lägre krav på precisionen i de veckovisa prognoserna.

43 miljarder kronor och utgjorde därför också storleken på den penningpolitiska repån. Figur 5 visar hur olika poster bidrog till detta likviditetsunderskott.

Figur 5. Beräkning av banksystemets strukturella likviditetsposition per den 31 december 2000

	Miljarder kronor
Sedlar och mynt	98
Inlåningsfacilitet	0
Övriga skulder	1
Eget kapital och resultatutjämningsfond	105
Årets resultat	20
Guld- och valutareserv (netto)	-159
Utlåningsfacilitet	0
Inhemskt värdepapper	-21
Övriga tillgångar	-1
Banksystemets likviditetsposition, tillika storleken på den penningpolitiska repån eller storleken på de emitterade certifikaten	43

Anm. Siffrorna är hämtade från Riksbankens balansräkning per den 31 december 2000.

Tabellen visar att det för närvarande råder ett underskott på likviditet i det svenska banksystemet. Detta tillgodoser Riksbanken via utlåning till bankerna via penningpolitiska repor. Om summeringen i stället hade resulterat i ett negativt tal hade ett likviditetsöverskott i banksystemet existerat och Riksbanken hade emitterat certifikat. Detta var exempelvis fallet i det svenska banksystemet från 1993 fram till våren 1997.

STEG 2. GENOMFÖRANDET AV DEN VECKOVISA ÖPPNA MARKNADSOPERATIONEN

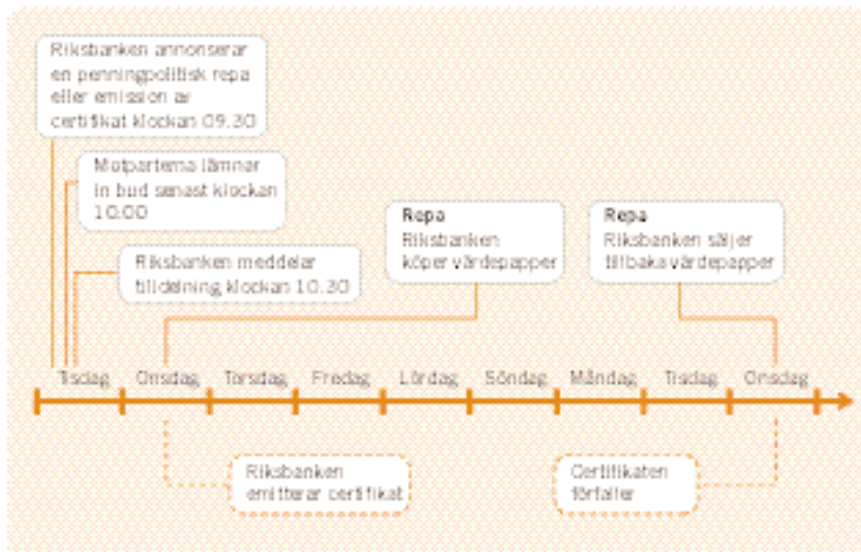
Efter att prognosen är gjord genomför Riksbanken en öppen marknadsoperation. Efter att prognosen är gjord genomfördes Riksbanken en öppen marknadsoperation. Denna görs som en penningpolitisk repa när det råder ett strukturellt likviditetsunderskott i banksystemet och som emission av certifikat när det råder ett strukturellt likviditetsöverskott. Annonseringen sker klockan 09.30 varje tisdag och informerar om typ av operation (penningpolitisk repa eller emission av certifikat), löptid, reporänta samt minimi- och maximibud.

Riksbanken tillämpar ett auktionsförfarande till fast ränta, reporäntan. Riksbanken tillämpar ett auktionsförfarande till fast ränta¹⁶ det vill säga reporäntan. Det minsta en motpart får bjuda är 0,2 miljarder kronor och det största budet en motpart får lämna in är 15 miljarder kronor. Löptiden är normalt en vecka.

Det är Riksbankens motparter, de så kallade primary dealers, som har rätt

¹⁶ Motparterna bjuder endast hur mycket likviditet de vill ha (alternativt hur mycket de vill sälja) till det förannonserade priset. Alternativt kan operationen göras till variabel ränta. Med detta menas att motparterna bjuder både hur mycket likviditet de vill ha (alternativt hur mycket de vill sälja) och till vilket pris.

Figur 6. Tidsschema vid Riksbankens refinansieringsoperationer eller emission av skuldcertifikat



att bjuda i den veckovis öppna marknadsoperationen.¹⁷ Motparterna ska lämna in bud till Riksbanken före klockan 10.00. Fördelningen sker därefter enligt en tilldelningsprocent för respektive bank. Den beräknas som respektive banks andel av den sammantagna budvolymen. Om de bud som de penningpolitiska motparterna lämnar understiger den av Riksbanken tänkta tilldelningen finjusteras likviditetsbehovet enligt den princip som vi beskriver i steg 3 nedan.

Resultatet av auktionsförfarandet meddelas därefter till marknaden klockan 10.30 och bankerna erhåller likviditeten (alternativt placerar likviditet) kommande dag, det vill säga normalt på onsdagar då föregående veckas operation samtidigt förfaller. Figur 6 visar de olika stegen vid genomförande av en refinansieringsoperation. Figuren visar även stegen för emission av certifikat.

Det är Riksbankens motparter, så kallade primary dealers, som har rätt att bjuda i den veckovis öppna marknadsoperationen.

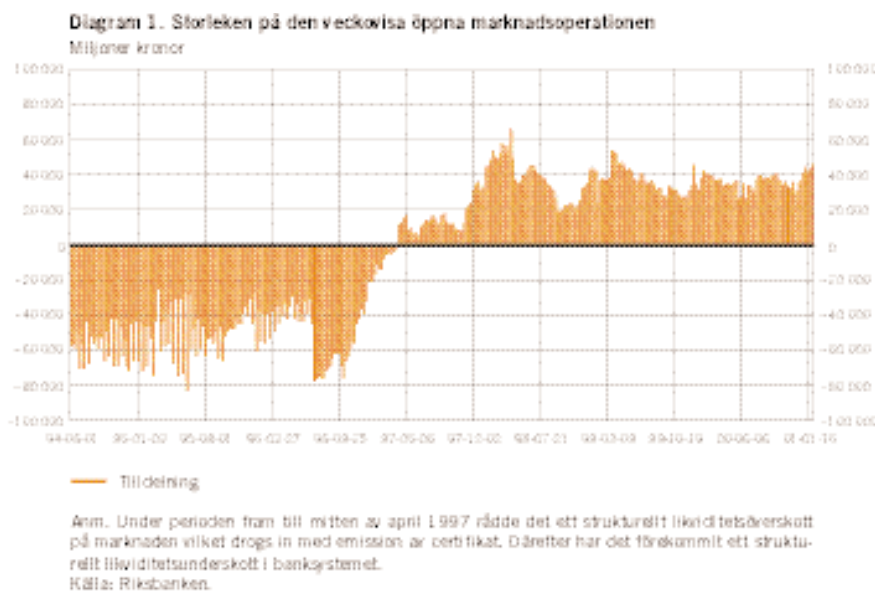
Resultatet av den penningpolitiska repa meddelas klockan 10.30 och bankerna erhåller likviditeten (alternativt placerar likviditet) kommande dag.

¹⁷ För närvarande är sju institut primary dealers på räntemarknaden.

Under perioden juli 1994 till maj 1997 emitterade Riksbanken certifikat då banksystemet hade ett strukturellt överskott på likviditet. Därefter har banksystemet haft ett strukturellt underskott på likviditet (se diagram 1).

STEG 3. STÄNGNING AV BETALNINGSSYSTEMET OCH STABILISERING AV DAGSLÅNERÄNTAN

Under varje enskild dag sker stora flöden av betalningar i kronor mellan bankerna genom Riksbankens betalningssystem, RIX.¹⁸ Under- eller överskott uppstår löpande mellan deltagarna i betalningssystemet dels under dagen, dels vid slutet av dagen. Innan betalningssystemet stänger avläser Riksbanken banksystemets ställning på avvecklingskontona som helhet. Det kan då visa sig att banksystemet som helhet har likviditetsöverskott (placeringsbehov i Riksbanken) eller likviditetsunderskott (lånebehov i Riksbanken). Banksystemets sammantagna behov kan varje enskild dag variera, framförallt för att prognoserna över hur mycket likvidi-



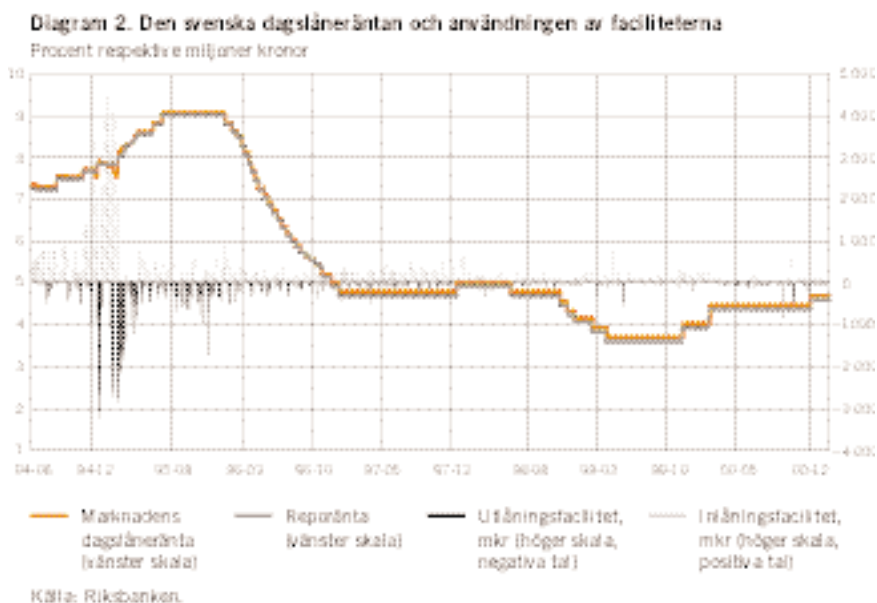
¹⁸ Stora betalningar i svenska kronor hanteras i RIX, som är ett betalningssystem som Riksbanken ansvarar för. Varje deltagare har ett konto i Riksbanken som debiteras eller krediteras när betalningar genomförs. En bank som skickar iväg en betalning till en annan bank minskar behållningen på sitt konto när kontot debiteras medan den bank som tar emot pengarna ökar sin behållning.

tet som ska tillföras eller dras in från banksystemet är gjorda för ett genomsnitt under en veckoperiod, men även på grund av prognosfel.

I syfte att stabilisera dagslåneräntan nära reporäntan justerar Riksbanken dagligen bankernas ställning gentemot Riksbanken så att banksystemet som helhet inte ska behöva utnyttja faciliteterna. Finjusteringarna görs till reporäntan plus 10 räntepunkter om bankerna behöver likviditet och minus 10 räntepunkter om bankerna behöver placera likviditet. Att finjusteringen görs till reporäntan ± 10 räntepunkter syftar till att skapa incitament för banksystemet som helhet att bjuda i de veckovisa öppna marknadsoperationerna.

Användningen av inlåningsfaciliteten respektive utlåningsfaciliteten har sedan juni 1994 till idag i genomsnitt uppgått till drygt 200 miljoner kronor (se diagram 2). De senaste två åren har emellertid användningen i respektive facilitet minskat och endast uppgått till drygt 50 miljoner i genomsnitt eller 0,1 procent av det strukturella underskottet under dessa år. Volatiliteten i dagslåneräntan har varit mycket låg och den följer reporäntan mycket nära. Under en kort period i slutet av 1994 och början av 1995 genomfördes inga finjusteringar, vilket ökade användningen av faciliteterna avsevärt med en mer volatil dagslåneränta som följd.

I syfte att stabilisera dagslåneräntan nära reporäntan justerar Riksbanken dagligen bankernas ställning gentemot Riksbanken så att banksystemet som helhet inte ska behöva utnyttja faciliteterna.



Är Riksbankens penningpolitiska styrsystem ändamålsenligt?

I artikeln har vi konstaterat att flertalet centralbanker i ekonomier med välutvecklade finansiella marknader siktar på att påverka räntebildningen i ekonomin utan att ta särskilt sikte på de direkta effekterna på penningmängden. Rätten att bestämma villkoren för hur bankerna kan placera eller finansiera över- och underskott i sina betalningar i centralbanken vid dagens slut samt möjligheten att via marknadsoperationer bestämma banksystemets samlade likviditetsbehov, är det som gör att centralbanken i praktiken kan kontrollera dagslåneräntan.

Skillnaderna i olika centralbankers styrsystem är ofta historiskt betingade.

In- och utlåningsvillkoren, de instrument som utnyttjas och den praxis som gäller för centralbankens likviditetspåverkande marknadsoperationer utgör ramverket för central-

bankens operativa räntestyrning och har här kallats det penningpolitiska styrsystemet. Det finns, som vi visat, olika sätt att utforma ett styrsystem och vi har i artikeln valt att beskriva två huvudtyper. Skillnaderna i olika centralbankers styrsystem är emellertid ofta historiskt betingade och speglar sällan skillnader i bedömningar av vilka mekanismer som verkar eller av vad som är effektivt i vidare mening.

Avslutningsvis vill vi redovisa några av de överväganden som legat bakom den konkreta utformningen av Riksbankens styrsystem samt kortfattat diskutera om det finns några starka skäl att förändra någon del i systemet. En central egenkap för ett penningpolitiskt styrsystem är att det ska kunna *styra den ränta centralbanken siktar på*. För att vara ändamålsenligt utan onödiga marknadsingrepp ställs också andra krav. Här nöjer vi oss med att lyfta fram några. Det sätt centralbanken valt att styra räntan på ska inte skapa onödiga kostnader för likviditetshanteringen i ekonomin. Motparter för penningpolitiken och deltagare i betalningssystemet måste vidare väljas så att räntebildningen fungerar effektivt. Räntestyrningen i sig ska inte skapa onödig osäkerhet om utvecklingen av dagslåneräntan. Utformningen av systemet ska inte heller i onödan påverka allokering av sparat mellan olika instrument.

När Riksbankens nuvarande styrsystem utformades fanns en ambition att undvika inslag som hade karaktären av beskattning som till exempel kassakrav utan ränteersättning. Därför valdes ett system där in- och utlåningsfaciliteterna sätter gränserna för dagslåneräntan. Systemet har kommit tillämpas på så sätt att dagslåneräntan styrs så att den följer Riksbankens reporänta mycket nära. Visserligen är det troligt att det är de något längre räntorna och de räntor allmänhe-



ten möter som är viktiga för penningpolitikens genomslag på inflationen. Men som vi slog fast i tidigare avsnitt påverkar förväntningar om dagslåneräntan räntebildningen i hela ekonomin. Fluktuationer i dagslåneräntan utgör sannolikt inget problem så länge de inte skapar onödig osäkerhet om ränteutvecklingen på lite längre sikt. För att undvika risken för osäkerhet och då kostnaderna för att hålla dagslåneräntan stabil runt reporäntan har ansetts låga, har Riksbanken valt att stabilisera dagslåneräntan.

Vissa delar i Riksbankens penningpolitiska styrsystem skulle kunna utformas annorlunda utan att styrbarheten av dagslåneräntan påverkas negativt. Det gäller till exempel avståndet mellan in- och utlåningsräntan, den så kallade korridorbredden. Med

en mycket smal korridor skulle visserligen dagslåneräntan styras effektivt, men samtidigt skulle Riksbanken överta mycket av den riskomfördelning som sker på daglånemarknaden idag. Hur bred korridor som behövs för att bankerna i första hand ska välja att utjämna obalanser på daglånemarknaden är osäkert, men sannolikt behövs inte lika stort avstånd som idag. Eftersom Riksbanken styr likviditeten så att banksystemet mycket sällan behöver utnyttja in- och utlåningsmöjligheterna leder dock den breda korridoren knappast till någon kostnad för systemet som helhet.

Styrbarheten av dagslåneräntan är inte heller beroende av att Riksbanken genomför en regelbundet återkommande likviditetsjusterande operation en gång i veckan via repor eller emittering av certifikat. Löptiden och frekvensen är ursprungligen valda för att

man tidigare ville ha möjlighet att ändra reporäntan varje vecka. Efter det att den nya riksbankslagstiftningen trädde ikraft i början av 1999 fattas de penningpolitiska besluten av Riksbankens direktion. Beslut om ränteförändringar tas vid ett penningpolitiskt möte som normalt hålls mellan sex och åtta gånger per år. Repo-perioden motiveras därför nu knappast av behovet att ändra räntorna varje vecka. Fördelarna med längre löptider och mindre frekventa regelbundna likviditetsjusterande marknadsoperationer är dock inte uppenbara. Om man inte vill acceptera stora fluktuationer i dagslåneräntan skulle till exempel de finjusterande operationerna bli större.

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att det system som Riksbanken tillämpar fungerar väl. Men även om det just nu inte finns några uppenbara och stora

Vissa delar i Riksbankens penningpolitiska styrsystem skulle kunna utformas annorlunda utan att styrbarheten av dagslåneräntan påverkas negativt.

Styrbarheten av dagslåneräntan är inte beroende av att Riksbanken genomför likviditetsjusterande operationer med viss löptid och frekvens.



Sammanfattningsvis kan vi
konstatera att det system som
Riksbanken tillämpar fungerar väl.

ineffektiviteter, finns det som vi här pekat på, många delar som inte självklart behöver se ut som idag. Förändringstakten på de finansiella marknaderna är dock hög vilket gör det viktigt att löpande utvärdera utformningen och tillämpningen av Riksbankens styrsystem.



Referenser

- BIS, (1997), "*Implementation and Tactics of Monetary Policy*", Conference paper Vol. 3, March.
- Borio, C. E. V., (1997), "The implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A survey", *BIS Economic Papers*, No 47, July.
- Dornbusch & Fischer, (1994), "*Macroeconomics*".
- ECB, (1999), *Månadsrapport*, januari och februari.
- Federal Reserve Bank of NY, (2001a), "*Understanding Open Market Operations*", January.
- Federal Reserve Bank of NY, (2001b), "*US Monetary Policy and Financial Markets*", January.
- Friedman, B. M., (1999), "The Future of Monetary Policy: The Central Bank as an Army with Only a Signal Corps?", *International Finance*, 2:3.
- Friedman, B.M., (2000), "The role of interest rates in Federal Reserve Policymaking", National Bureau of Economic Research, Working Papers 8047, December.
- Gray, S. & Glenn, H., (1996), "*Introduction to Monetary Operations*", Bank of England.
- Marquis, H.M., (2000), "*Bank credit versus nonbank credit and the supply of liquidity by central bank*", paper presented at the Riksbank's Workshop on "Challenge in Modern Central Banking", January.
- Marquis, M., (1996), "*Monetary Theory and Policy*".
- Sveriges riksbank, (2000), *Lagen om Sveriges riksbank* (1988:1385).

Förändrad lönebildning i en förändrad omvärld?

AV KENT FRIBERG OCH EVA UDDÉN SONNEGÅRD
Verksamma vid avdelningen för penningpolitik.

Under 1990-talet ändrades förutsättningarna för lönebildningsprocessen. En ny inriktning för stabiliseringspolitiken stakades ut, finanspolitiken stramades åt, budgeten sanerades och växelkursen blev rörlig. I denna artikel görs ett försök att – utifrån en relativt enkel lönebildningsmodell – besvara frågan om lönebildningsprocessen har förändrats. Denna frågeställning är viktig för Riksbankens bedömning av den framtida löne- och prisutvecklingen. Resultaten indikerar att det i huvudsak är de låga inflationsförväntningarna och den låga efterfrågan som förklarar den lägre löneökningstakten. De låga inflationsförväntningarna beror sannolikt på den förändrade stabiliseringspolitiken.

I den ekonomisk-politiska debatten framförs ofta att lönebildningen har förändrats, särskilt under senare hälften av 1990-talet.

I den ekonomisk-politiska debatten framförs ofta att lönebildningen har förändrats, särskilt under senare hälften av 1990-talet. Avtalsrörelsen 1998 används som exempel på en ny lönebildningsmodell där samordning kombinerats med lokal lönesättning. Bedömningar om löneutvecklingen är av stor vikt i Riksbankens penningpolitiska arbete eftersom penningpolitiken baseras på prognoser om inflationsutvecklingen på ett till två års sikt. En förändrad lönebildning påverkar således Riksbankens bedömning av den framtida löne- och prisutvecklingen.

Avtalsförhandlingarna har sedan början av 1990-talet förts i en ekonomi med nya stabiliseringspolitiska förutsättningar där finanspolitiken inriktats på

Författarna tackar Claes Berg, Villy Bergström, Lars Heikensten, Per Jansson, Hans Lindblad, Staffan Viotti och Anders Vredin för värdefulla synpunkter. Vi vill också tacka Riksbankens vetenskapliga rådgivare Peter Englund, Torsten Persson och Lars E.O. Svensson, samt övriga deltagare på ett seminarium på Riksbanken för värdefulla kommentarer på en tidigare version av studien. Vi tackar även Christina Eurén på Medlingsinstitutet som har försett oss med data.



budgetsanering och penningpolitiken på prisstabilitet. Samtidigt har avtalsförhandlingarna successivt ändrat karaktär. Redan i början av 1980-talet lämnades den traditionella centrala lönebildningsmodellen och förhandlingar började föras på branschnivå. Enligt den så kallade Calmfors-Driffill-hypotesen (C-D-hypotesen) ger dock branschvisa förhandlingar det minst gynnsamma makroekonomiska utfallet. Avtal på såväl central nivå som på lokal nivå förväntas, enligt C-D-hypotesen, ge lägre reallöner och högre sysselsättning än avtal på branschnivå.¹

Kostnadskrisen i början av 1990-talet ledde till att en medlare utsågs i 1991 års avtalsrörelse för att få bukt med lönekostnadsökningarna. Rehnbergavtalet kom att markera början på en period med betydligt lägre nominella löneökningar än under tidigare år. I de två senaste avtalsrörelserna ökade inslagen av lokal lönebildning samtidigt som graden av samordning ökade genom 1997 års Industriavtal. De institutionella förändringarna kan enligt C-D-hypotesen ha haft en dämpande effekt på löneökningarna. De nominella löneökningarna har också blivit lägre under 1990-talet än under tidigare decennier. Samtidigt har reallönerna ökat mer än förväntat då inflationen blev lägre än förväntat av arbetsmarknadens parter (se diagram 1). Reallönerna ökade med cirka 3 procent i genomsnitt 1995–2000, vilket kan jämföras med en årlig reallöneökning på cirka 1 procent mellan 1983–1990.

I denna artikel görs ett försök att – utifrån en relativt enkel lönebildningsmodell – besvara frågan om lönebildningen har förändrats under 1990-talet. Tidigare empiriska studier har visat att löneglidningen, det vill säga

I denna artikel görs ett försök att – utifrån en relativt enkel lönebildningsmodell – besvara frågan om lönebildningen har förändrats.

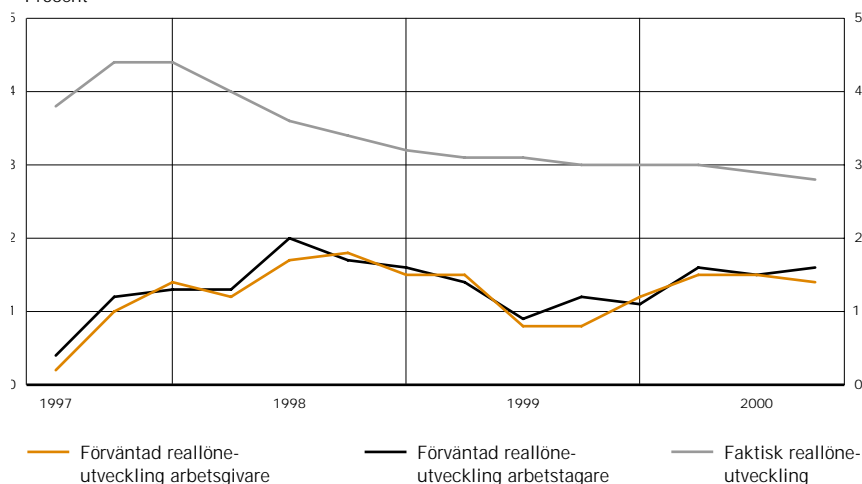
löneutvecklingen utöver avtal, relativt väl kan förklaras av efterfrågetrycket på arbetsmarknaden och inflationsförväntningarna inom ramen för en så kallad förväntningsutvidgad Phillipskurvemodell. Här görs motsvarande studie både för de totala löneökningarna och löneglidningen i industrin under perioden 1969–1999. I den förenklade modell som används indikerar resultaten att det i huvudsak är de låga inflationsförväntningarna och den låga efterfrågan som förklarar den lägre löneökningstakten under förra decenniet och att det inte skett någon strukturell förändring i själva lönebildningsprocessen.

Först ges en översikt av den makroekonomiska utvecklingen och förhandlingssystemen de senaste tre decennierna. Därefter struktureras en diskussion om inflationsutvecklingen utifrån löneglidningens delkomponenter följt av en genomgång av löneglidningen i olika sektorer i ekonomin. Därpå redovisas resultaten

¹ Se Calmfors & Driffill (1988).

Diagram 1. Faktisk och förväntad reallöneökningstakt

Procent



Anm. Förväntade reallöneökningar avser förväntningarna två år tidigare och är beräknade som förväntad nominallöneökning minus förväntad KPI-inflation. Med löneökningar avses den procentuella löneökningen räknat över samtliga samhällssektorer exkl. sociala avgifter men inkl. löneglidning.
Källor: Prospera Research AB och Statistiska centralbyrån.

från den empiriska studien. Slutligen sammanfattas studien och slutsatserna diskuteras.

Löneutvecklingen sedan 1970-talet

Sedan 1970-talet kan lönebildningen grovt indelas i tre perioder.

Vid en tillbakablick på utvecklingen sedan 1970-talet kan lönebildningen grovt indelas i tre perioder: (1) den traditionella centrala lönebildningsmodellen 1969–1982, (2) en period med mer decentraliserad lönebildning 1983–1990 och (3) lönebildning under Rehnbergavtalet och nya stabiliseringspolitiska förutsättningar 1991–2000.

Perioden 1969–1982 präglades av centrala avtal mellan LO och SAF med inslag av omfattande låglönesatsningar.

Detta innebar att höga nominella löneökningar ackommoderades bland annat

Sett i ett historiskt perspektiv har förhandlingssystemen förändrats i takt med att den makroekonomiska politiken har förändrats.

Vid en tillbakablick på utvecklingen sedan 1970-talet kan lönebildningen grovt indelas i tre perioder: (1) den traditionella centrala lönebildningsmodellen 1969–1982, (2) en period med mer decentraliserad lönebildning 1983–1990 och (3) lönebildning under Rehnbergavtalet och nya stabiliseringspolitiska förutsättningar 1991–2000. Perioden 1969–1982 präglades av centrala avtal mellan LO och SAF med inslag av omfattande låglönesatsningar. Under denna period sattes målet om full sysselsättning i främsta rummet i den ekonomiska politiken.

genom att den offentliga sektorn expanderades. Överbrygningspolitiken i kölvattnet på den första oljekrisen drev ekonomin in i en kostnadskris och kronan devalverades både 1976 och två gånger 1977. Under slutet av perioden devalverades kronan vid ytterligare två tillfällen med sammanlagt 26 procent (1981 och 1982).² Syftet med de fyra förstnämnda devalveringarna var att återställa konkurrenskraften för den svenska exportindustrin. Devalveringen 1982 – den så kallade superdevalveringen – kan däremot beskrivas som en offensiv devalvering för att säkerställa exportindustrins konkurrensfördel några år framåt. Lönerna ökade med cirka 10 procent årligen totalt i ekonomin under hela perioden (se diagram 2). Reallönerna anpassades nedåt genom att inflationen ökade; inflationstakten var som allra högst 1980 då den var 13,9 procent.

Därmed hade arbetsmarknadens parter fått erfara att den fasta växelkurspolitiken inte satte någon övre gräns för utvecklingen av lönekostnaderna, även om devalveringen 1982 kom att bli den sista av sitt slag. Året därpå, 1983, deltog inte Metallindustriarbetareförbundet i de centrala förhandlingarna

utan slöt ett separat avtal med Verkstadsföreningen och den traditionella centrala lönebildningsmodellen övergavs. Åren 1983–1990 kan betecknas som en mellanperiod med ömsom centrala förhandlingar och ömsom förhandlingar på bransch- eller förbunds nivå inom LO och SAF-området. Under denna period avreglerades kreditmarknaden, vilket kom att bli startskottet för en expansiv ekonomisk politik. Klassiska överhettningstendenser med omfattande pris- och lönestegringar ledde till slut till en ny kostnadskris med början 1989–1990. Inflationstakten ökade i genomsnitt cirka 7 procent per år mellan 1983 och 1990. Lönerna ökade med cirka 8 procent per år under perioden, vilket medförde att reallönerna endast ökade med cirka 1 procent.

Kostnadskrisen tillsammans med den internationella lågkonjunkturen ledde till att den öppna arbetslösheten fyrdubblades mellan 1990 och 1993 till över 8 procent. Regeringen utsåg en medlare i 1991 års avtalsrörelse för att få bukt med lönekostnadsökningarna. Rehnbergavtalet 1991–1992 kom att ge betydligt lägre löneökningar än under tidigare år. Åren 1993–2000 genomfördes avtalsförhandlingar under nya stabiliseringspolitiska förutsättningar.

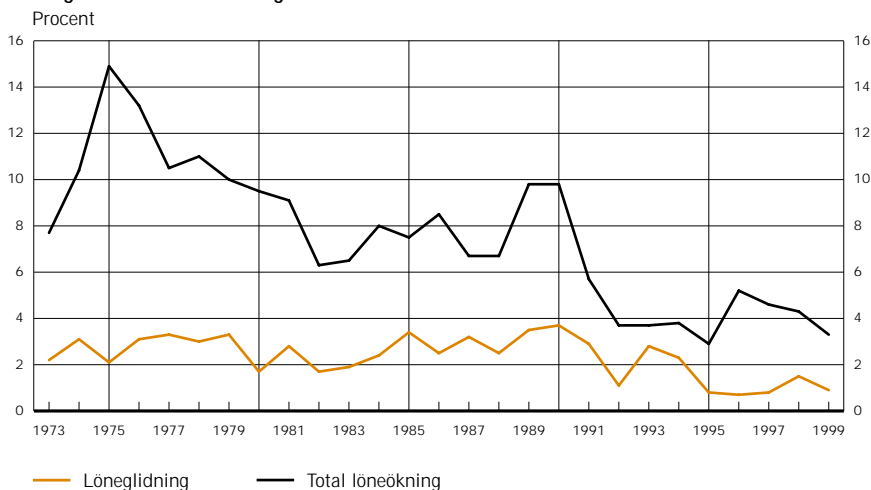
Åren 1983–1990 kan betecknas som en mellanperiod med ömsom centrala förhandlingar och ömsom förhandlingar på bransch- eller förbunds nivå inom LO och SAF-området.

Åren 1993–2000 genomfördes avtalsförhandlingar under nya stabiliseringspolitiska förutsättningar.

² Se Jonung (1999).

Växelkursen var rörlig och devalveringar kunde inte längre användas för att motverka försämringar i konkurrenskraften när löneökningarna blev för höga. Istället inriktades penningpolitiken på prisstabilitet. Riksbanken annonserade ett prisstabilitetsmål som innebär att inflationen mätt med KPI ska vara 2 procent med ett toleransintervall på ± 1 procentenhet. Löneökningstakten halverades jämfört med föregående period; lönerna ökade med cirka 4 procent i genomsnitt 1991–2000. Reallönerna fördubblades och ökade med cirka 2 procent i genomsnitt under perioden.

Diagram 2. Löneutveckling i hela ekonomin



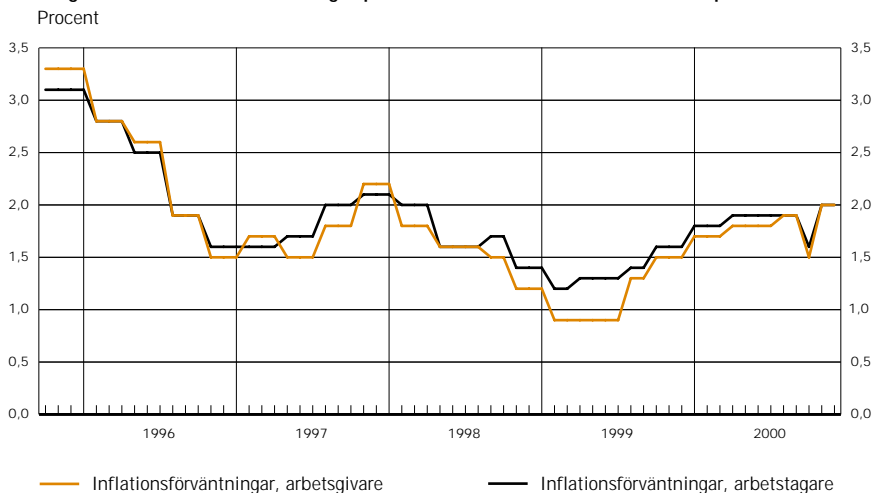
Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

När avtalsrörelsen 1995 inleddes hade inflationsförväntningarna ännu inte kommit ner till dagens låga nivåer och penningpolitiken inte fått full trovärdighet.

När avtalsrörelsen 1995 inleddes hade inflationsförväntningarna ännu inte kommit ner till dagens låga nivåer och penningpolitiken inte fått full trovärdighet (se diagram 3). Försök till koordinering av avtalsförhandlingarna misslyckades och konflikter utbröt. Inom vissa avtalsområden ökade dock inslagen av lokala förhandlingar och de lokala parterna kunde fritt förfoga över de framförhandlade lönepotterna. De största förändringarna åstadkoms för tjänstemän inom den privata sektorn där vissa förbund enbart slöt lokala avtal. Lönerna kom att öka med nästan 5 procent per år i hela ekonomin 1996–1997.

Inflationsförväntningarna hade fallit till under 2 procent på två års sikt när 1998 års avtalsrörelse inleddes. I denna avtalsrörelse lyckades koordineringen

Diagram 3. Inflationsförväntningar på två års sikt hos arbetsmarknadens parter



Källa: Prospera Research AB.

mellan parterna. Ett avtal som bland annat innehöll regler om förhandlingsordningen, det så kallade Industriavtalet, slöts för industrins område under början av 1997. Industriavtalet kom att följas av ett avtal om en förhandlingsordning också för handelstjänstemännen. Till skillnad från 1995 års avtalsrörelse blev LO:s rekommendation om samordnade avtalskrav antagen av alla medlemsförbund. På arbetsgiversidan skedde samråd mellan de olika förbunden under avtalsförhandlingarna. Trenden mot mer lokal lönebildning fortsatte framförallt på tjänstemannansidan. Inom vissa förbund slöts ramavtal där större delen av löneökningen fördelades lokalt. I andra förbund, till exempel inom IT-området, innehöll avtalen inte några centrala löneökningar över huvud taget. Avtalsrörelsen 1998 utmärktes också av att många avtalsområden lyckades komma överens utan att ens varsla om stridsåtgärder.³ Resultatet blev återhållsamma löneökningar på cirka 3,5 procent i genomsnitt åren 1998–2000.

Genomgången av förhandlingssystemen indikerar en gradvis förskjutning i riktning mot mer lokala inslag i lönebildningen. Samtidigt har graden av samordning ökat från och med 1998 års avtalsrörelse framförallt inom industrins område. Det nya Medlingsinstitutet och tillkomsten av nya förhandlingsordningsavtal kan också sägas verka i samma riktning. Detta innebär att

Genomgången av förhandlingssystemen indikerar en gradvis förskjutning i riktning mot mer lokala inslag i lönebildningen.

³ Se SOU (1998).

de mest gynnsamma positionerna enligt C-D-hypotesen utnyttjas samtidigt; den lokala, där lönerna sätts utifrån de lokala efterfråge- och utbudsförhållandena, och den centrala, där parterna tar sitt samhällsekonomiska ansvar. Det är dock alltför tidigt att avgöra om 1998 års avtalsrörelse är början på en ny lönebildningsperiod. I denna artikel fokuseras istället på om lönebildningen har förändrats strukturellt sedan början av 1990-talet.

Vad är löneglidning?

Löneglidningen måste beräknas i efterhand, eftersom den definitionsmässigt är skillnaden mellan löneutfallet och de avtalade löneökningarna.

en hel bransch, sektor eller för hela ekonomin. Löneglidningen däremot måste beräknas i efterhand, eftersom den definitionsmässigt är skillnaden mellan löneutfallet och de avtalade löneökningarna. För att göra en bedömning av löneutvecklingen över en prognosperiod, där avtalen till stor del redan är slutna, är det därför av stort värde att kunna förklara löneglidningen med någon lämplig modell.

Det finns i huvudsak två förklaringar till uppkomsten av löneglidning. Den första är att löneglidningen bestäms av marknadskrafterna. Den löneanpassning som sker för den enskilde individen utöver avtalen kan benämnas "äkta" löneglidning.

lingarna.

Det finns i huvudsak två förklaringar till uppkomsten av löneglidning. Den första förklaringen är att löneglidningen bestäms av marknadskrafterna. När löneavtal sluts för stora grupper av arbetstagare inom många olika branscher och företag kan de avtalade löneökningarna avvika från de löneökningar som bestäms av efterfråge- och utbudsförhållandena inom en viss bransch, i en viss region, för en viss individ. Det kan också vara så att efterfråge- och utbudsförhållandena ändras under gällande avtalsperiod, vilken allt oftare omfattar cirka tre år. Därutöver kan höga avtalade löneökningar i en delarbetsmarknad också ge spridningseffekter på andra delarbetsmarknader på grund av rent kompensationsstänkande.

I ekonomier där löneavtal sluts för stora löntagargrupper består löneökningarna av både avtalade löneökningar och så kallad löneglidning. När löneavtal har slutits för en viss tidsperiod – ofta två till tre år framåt i tiden – kan de avtalade löneökningarna beräknas för

De två lönebegreppen fyller delvis olika funktioner i lönebildningsprocessen. I avtalsförhandlingarna kan till exempel fördelningshänsyn ha stor betydelse, medan löneglidningen ligger utanför de avtalande parternas kontroll. Parterna kan dock göra en uppskattning av förväntad löneglidning när de beräknar en lönekostnadsram inför förhand-

Den löneanpassning som sker för den enskilde individen utöver avtalen – oavsett orsaken – kan benämnas ”äkt” löneglidning.

Den andra förklaringen är statistisk och beror på aggregeringsproblem. Arbetsstyrkan i ett företag eller bransch förändras över tiden, medan statistiken endast redovisar genomsnittliga löneökningar för hela arbetsmarknaden i en viss tidpunkt. Denna typ av

löneglidning kallas för ”strukturell” och har sannolikt fått större betydelse under 1990-talet. Under perioder när det sker neddragningar av arbetsstyrkan och om det till exempel är låglönegrupper som blir arbetslösa ökar genomsnittslönen jämfört med tidigare år enbart beroende på att arbetsstyrkan ändras. När konjunkturen sedan vänder kan genomsnittslönen öka om företagen företrädesvis rekryterar välutbildad arbetskraft. En utvärdering av den senaste avtalsrörelsen visar att den strukturella löneglidningen i industrin var positiv mellan 1998 och 1999; cirka 0,8 procentenheter av den genomsnittliga löneökningen på 3,6 procent berodde på förändringar i arbetsstyrkan.⁴

Empiriska lönebildningsstudier på svenska data under senare år har varit inriktade på att förklara de totala löneökningarna med olika modeller, medan löneglidning i sig och sambandet mellan de avtalade löneökningarna och löneglidningen är ett relativt utforskat område.⁵ Tidigare studier fram till 1990-talets början visar att löneglidningen i industrin kan förklaras relativt väl av förväntade prisstegringar och efterfrågetrycket på arbetsmarknaden enligt en så kallad förväntningsutvidgad Phillipskurva. Försök att också låta avtalade löneökningar bestämma löneglidningen har dock gett blandade resultat. Ett par tidiga studier visar att högre avtalade löneökningar leder till lägre löneglidning och vice versa.⁶ De omfattande låglönesatsningarna under 1970-talet och fram till 1983 bidrog till exempel till högre löneglidning även om effekten var liten.⁷

Löneutvecklingen kan vara inflationsdrivande om lönekostnadsökningarna överstiger produktivitetsökningarna, såvida inte vinst- och löneandelen är ur balans på lång sikt. Hur stort genomslaget på inflationen är beror på hur stor andel

Den andra förklaringen är statistisk och beror på aggregeringsproblem. Denna typ av löneglidning kallas för ”strukturell” och har sannolikt fått större betydelse under 1990-talet.

Löneglidning i sig och sambandet mellan de avtalade löneökningarna och löneglidningen är ett relativt utforskat område.

⁴ Se Carling et al. (2000).

⁵ Se till exempel Johansson et al. (1999) samt Forslund & Kolm (2000). I den förstnämnda studien studeras lönebildningen inom gruv- och tillverkningsindustrin under åren 1970–1997. I den sistnämnda studeras bland annat hur arbetsmarknadspolitiska åtgärder påverkat lönebildningen i det svenska näringslivet under perioden 1961–1997.

⁶ Se Hibbs & Locking (1996); Holmlund & Skedinger (1990).

⁷ Se Tson Söderström & Uddén-Jondal (1985).

Ur ett penningpolitiskt perspektiv är det de totala löneökningarna – eller närmare bestämt enhetsarbetskostnaderna – och inte löneglidningen som har betydelse för inflationsutvecklingen.

för inflationsutvecklingen.

Det kan förmodas att den strukturella löneglidningen vanligtvis inte påverkar inflationen då den rimligen motsvaras av förändringar i produktiviteten.

Det kan dock förmodas att den strukturella löneglidningen vanligtvis inte påverkar inflationen då den rimligen motsvaras av förändringar i produktiviteten. Om nyanställd arbetskraft har låg produktivitet i början av en anställning motiveras en låg lön och den resulterande negativa löneglidningen. Omvänt kan en hög lön vid rekryteringar motiveras av hög produktivitet. Den positiva löneglidning, som då registreras i statistiken, är inte inflationsdrivande. Det finns dock motexempel då den strukturella löneglidningen kan påverka inflationsutvecklingen. Hög strukturell löneglidning kan bero på att ekonomin befinner sig i stark omvandling med stora förändringar i arbetskraften eller att konjunktursvängningarna är stora. Risken är då större att inflationsimpulser uppkommer jämfört med om den ekonomiska utvecklingen skulle vara stabil.

Löneglidningen kan bidra till att resurserna fördelas mer effektivt, medan det är nivån på de avtalade löneökningarna som ger upphov till ett inflationstryck.

medan det är nivån på de avtalade löneökningarna som kan ge upphov till ett inflationstryck. När fördelningshänsyn utgör ett betydande inslag i avtalsförhandlingarna är det sannolikt att de avtalade löneökningarna inte åtföljs av en motsvarande produktivitetsutveckling. Då kan löneglidningen säkerställa att relativlöneutvecklingen motsvaras av de relativa efterfråge- och utbudsförhållandena. Till exempel ledde fördelningshänsyn till omfattande låglönesatsningar på LO och SAF-området 1969–1982 medan de faktiska löneutfallen gav en mindre sammanpressad lö-

av företagen som omedelbart kan anpassa sina priser och hur lång anpassningsperioden är tills ekonomin återgått till långsiktig jämvikt.⁸ Ur penningpolitiskt perspektiv är det således de totala löneökningarna – eller närmare bestämt enhetsarbetskostnaderna – och inte löneglidningen i sig som har betydelse

Det kan dock förmodas att den strukturella löneglidningen vanligtvis inte påverkar inflationen då den rimligen motsvaras av förändringar i produktiviteten. Om nyanställd arbetskraft har låg produktivitet i början av en anställning motiveras en låg lön och den

De mekanismer som påverkar den äkta löneglidningen är mer intressanta. Det går inte heller att i detta sammanhang dra några entydiga slutsatser om sambandet med inflationsutvecklingen. Löneglidningen kan exempelvis bidra till att resurserna fördelas mer effektivt,

⁸ Se Sveriges riksbank (2000) skattningar av en prisbildningsmodell baserat på så kallad Nykeynesiansk Phillipskurvetori.

nestruktur än vad som stipulerades i de centrala avtalen. Detta kan tolkas som att löneglidningen i viss mån motverkade fördelningsambitionerna.^{9,10} De höga löneökningarna i kombination med den ackommoderande ekonomiska politiken ledde dock till att ett devalveringstryck skapades i den konkurrensutsatta sektorn och att ett inflationstryck skapades i den inhemska sektorn.

Löneglidning är således inget enhetligt begrepp och har inte heller någon entydig effekt på inflationen. Det finns ändå anledning att studera löneglidningen separat från de avtalade löneökningarna. Det mest uppenbara skälet är att de avtalade löneökningarna är kända, ibland för flera år framåt i tiden, medan det slutliga löneutfallet avgörs av löneglidningen. En god bedömning av löneglidningen är därför en förutsättning för en god bedömning av den totala löneutvecklingen.

Löneglidning är inget enhetligt begrepp och har inte heller någon entydig effekt på inflationen.

Löneglidning i olika sektorer

Löneglidningen har ändrat karaktär både över tiden och mellan olika avtalsområden.¹¹ Sedan avtalen kom att slutas på bransch- eller förbunds nivå innefattar löneglidningen endast anpassningar på företags- och individnivå. Under perioden 1983–1990 när ekonomin blev allt mer överhettad fick löneglidningen större betydelse än under tidigare år. Detta gällde i synnerhet i industrin där löneglidningen utgjorde nästan 60 procent av de totala löneökningarna (se diagram 4). Löneglidningsandelen fortsatte att vara betydande under större delen av 1990-talet och utgjorde cirka 30–40 procent i industrin mot slutet av decenniet. Både löneglidningen och de totala löneökningarna samvarierar relativt väl med efterfrågetrycket i industrin.¹²

Under perioden 1983–1990 när ekonomin blev allt mer överhettad fick löneglidningen större betydelse än under tidigare år. Detta gällde i synnerhet i industrin.

Inom byggbranschen har de avtalade löneökningarna av tradition varit små samtidigt som löneglidningen i hög grad avspeglat marknadsförhållandena (se diagram 5). Un-

Inom byggbranschen har de avtalade löneökningarna av tradition varit små.

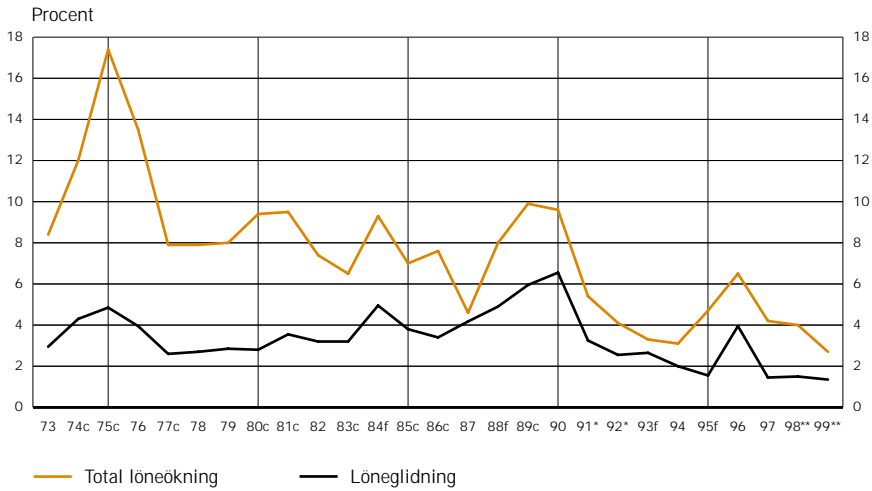
⁹ Eftersom lönerna tycks vara trögrörliga nedåt motverkade inte löneglidningen fördelningsambitionerna fullt ut.

¹⁰ Se Hibbs & Locking (1996).

¹¹ Se Eurén (1998).

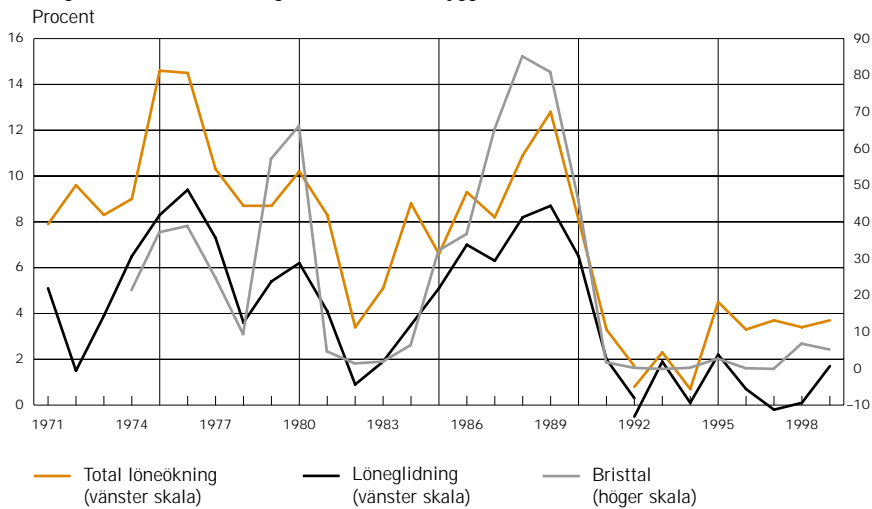
¹² Se avsnitt "Empiriska skattningar av lönebildningen i industrin".

Diagram 4. Löneutveckling i industrin



Anm. c centrala förhandlingar; f förbundsförhandlingar; * Rehnbergavtalet; ** Industriavtalet.
Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 5. Löneutveckling och bristtal för byggnadsarbetare



Anm. Brott i serierna 1992 över totala löneökningar och löneglidning.
Källor: Konjunkturinstitutet och Statistiska centralbyrån.

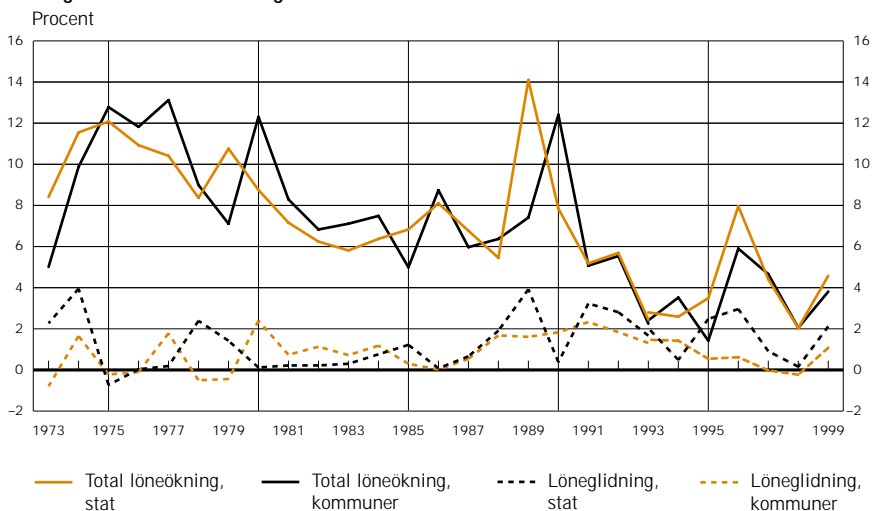
der slutet av 1990-talet har dock löneavtalen fått en större betydelse för löneutvecklingen eftersom efterfrågan på byggnadsarbetare varit låg

Inom den statliga och kommunala sektorn har löneglidningen varit liten och främst förklarats av strukturella faktorer. Men den brist på arbetskraft som börjat

bli alltmer tydlig kan vara en orsak till ökad marknadsbestämd löneglidning även i dessa sektorer (se diagram 6). Möjligheterna till hög löneglidning användes som argument av Vårdförbundet för att under våren 2000 sluta

Inom den statliga och kommunala sektorn har löneglidningen varit liten och främst förklarats av strukturella faktorer.

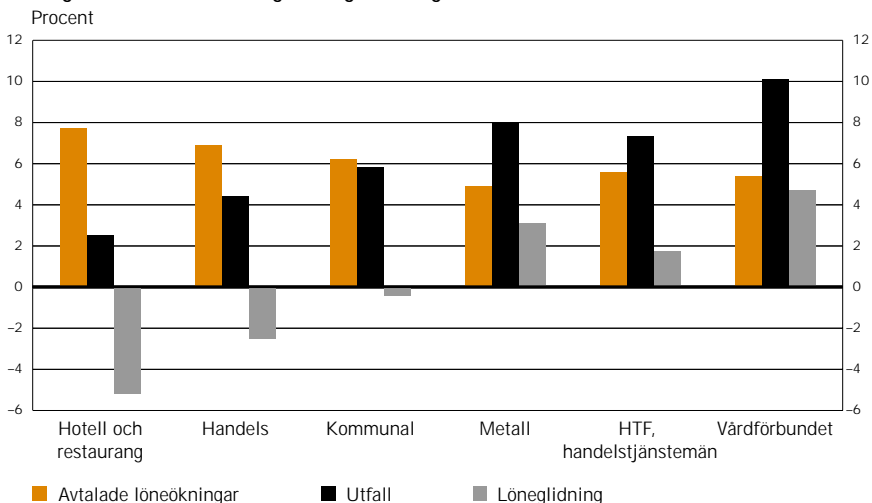
Diagram 6. Löneutveckling i stat och kommun



Anm. Brott i serierna 1992.

Källor: Konjunkturinstitutet och Statistiska centralbyrån.

Diagram 7. Löneutveckling för några fackliga förbund mellan 1998 och 1999



Källa: Hotell- och Restaurang Facket.

ett långt avtal med låga avtalade löneökningar. Mellan 1998 och 1999 ökade löneglidningen för sjuksköterskorna med nästan lika mycket som de avtalade löneökningarna (se diagram 7).

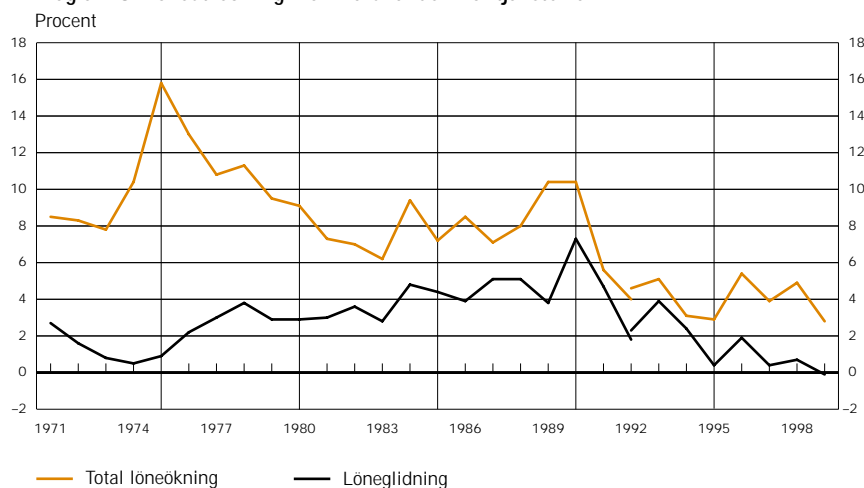
I den privata tjänstesektorn är inslagen av lokal lönebildning omfattande på tjänstemannasidan, vilket kan minska behovet av löneanpassningar utöver avtal.

Den privata tjänstesektorn har ökat i betydelse under 1990-talet; cirka 40 procent av de sysselsatta arbetade i denna sektor 1999 jämfört med 35 procent tio år tidigare. Inslagen av lokal lönebildning är omfattande på tjänstemannasidan, vilket kan minska behovet av löneanpassningar utöver avtal. Detta kan vara en förklaring till den låga löneglidningen inom varuhandelssektorn under de senaste åren men den låga efterfrågan har också haft betydelse (se diagram 8). I hotell- och restaurangbranschen har personalomsättningen varit extremt hög; den var över 70 procent mellan 1998 och 1999. Resultatet har blivit negativ strukturell löneglidning då de nyanställda oftast fått en lägre lön än de som slutat sin anställning (se diagram 7).¹³

Trenden med låga löneökningar fortsatte under hela förra decenniet med undantag av åren 1996 och 1997.

Genomgången av löneutvecklingen i olika sektorer tyder på att någonting kan ha hänt med lönebildningen under senare år. Rehnbergavtalet 1991–1992, som gav låga nominella löneökningar, inledde en period med

Diagram 8. Löneutveckling inom varuhandeln för tjänstemän



Anm. Brott i serierna 1992.

Källor: Konjunkturinstitutet och Statistiska centralbyrån.

¹³ Se Jacobsson (2000).

låga löneökningar under hela förra decenniet med undantag av åren 1996 och 1997. Både avtalade löneökningar och löneglidning minskade i alla sektorer 1998–2000 jämfört med 1995–1997, även om minskningen var liten inom stat och kommun (se tabell 1).

Tabell 1. Genomsnittliga totala löneökningar, avtalade löneökningar och löneglidning under perioden 1995 till 2000
Procent

Sektor	Total löneökning	Avtalad löneökning	Löneglidning	Andel Löneglidning
1995:01–1997:12				
Näringsliv	4,9	3,4	1,5	31
Industri	5,6	3,3	2,3	41
Stat	4,9	3,2	1,7	35
Kommuner	4,1	3,6	0,5	12
Hela ekonomin	4,7	3,4	1,3	28
1998:01–2000:11				
Näringsliv	3,5	2,6	0,9	26
Industri	3,3	2,3	1,0	30
Stat	3,9	2,2	1,7	44
Kommuner	3,0	2,7	0,3	10
Hela ekonomin	3,4	2,7	0,7	21

Anm. Totala löneökningar enligt SCB och Riksbanken. De totala löneökningarna kan skilja sig från Konjunkturinstitutets då de bland annat summeras ihop med ett annat viktsystem. Avtalade löneökningar enligt Konjunkturinstitutets avtalsberäkningar.

Empiriska skattningar av lönebildningen i industrin

Löneglidning är således inte något enhetligt begrepp med entydiga inflationseffekter. Löneglidningen har sannolikt mindre betydelse för inflationsutvecklingen när den strukturella delen är stor jämfört med när den äkta – individuella – löneglidningen är stor. Men det är ändå de avtalade löneökningarna och löneglidningen sammantaget i relation till produktivitetsutvecklingen som påverkar inflationstrycket. En analys av lönebildningens mekanismer bygger däremot idealt på en uppdelning av löneglidningen i dess komponenter. När 1998 års avtalsrörelse i industrin utvärderades korrigerades löneökningarna för ändrad sammansättning av arbetsstyrkan både avseende ålder och kön. Därmed kunde konstateras att den äkta löneglidningen mellan 1998 och 1999 beräknad i efterhand inrymdes i det lönekostnadsutrymme som – när förhandlingarna startade – bedömdes vara tillgängligt med hänsyn tagen till den förväntade inflations- och produktivitetsutvecklingen.¹⁴

¹⁴ Se Carling et al. (2000).

Vårt syfte är att – i en relativt enkel lönebildningsmodell – undersöka om lönebildningssambanden har förändrats under 1990-talet.

De institutionella förändringarna i avtalsförhandlingarna och omläggningen av stabiliseringspolitiken kan tänkas ha gett effekter på lönebildningen.

Genomgången av löneutvecklingen ovan antyder att lönebildningsprocessen kan ha förändrats under förra decenniet. De institutionella förändringarna i avtalsförhandlingarna och omläggningen av stabiliseringspolitiken kan tänkas ha gett två effekter på lönebildningen. För det första kan de ökade inslagen av lokal lönebildning ha inneburit att det är de totala löneökningarna som bäst förklaras av marknadsförhållandena medan löneglidning i huvudsak är ett statistiskt begrepp som spelat ut sin roll i prognos-sammanhang. För det andra kan den nya stabiliseringspolitiska regimen ha inneburit att efterfrågeläget inte har samma inverkan på lönebildningen som tidigare eller annorlunda uttryckt att lutningen på Phillipskurvan har förändrats. Det är också möjligt att prisstegringsförväntningarnas inverkan på löneökningarna förändrats om till exempel penningillusion tidigare har haft större betydelse än under senare tid för arbetsmarknadens parter eller om andra faktorer förändrats som påverkar trögrörligheten hos lönerna. Den första frågeställningen belyses genom att göra empiriska skattningar av både de totala löneökningarna och löneglidningen i industrin och den andra genom att testa för eventuella strukturella skift under 1990-talet.

Om industrin är löneledande kan skattningar av löneutvecklingen i denna sektor ge en indikation om framtida löneutfall i hela ekonomin.

Genom att använda individbaserad lönestatistik möjliggörs en bättre analys av lönebildningen än när aggregerade lönedata används. Tillgängligheten på individdata är dock begränsad och den publicerade lönestatistiken är aggregerad i en eller annan form. I vår studie analyseras därför lönebildningen utifrån tillgängliga makrodata. Vi undersöker dock inte här hur förändringar i lönekostnaderna slår på inflationen, utan vårt syfte är att undersöka – i en relativt enkel lönebildningsmodell – om lönebildningssambanden i industrin har förändrats under 1990-talet.

De flesta empiriska studier som gjorts över lönebildningen avser industrisektorn. Detta beror delvis på att långa historiska serier finns att tillgå men också att industrin kan ses som löneledande då den ofta varit först med

¹⁵ EFO-modellen introducerades i Edgren et al. (1970). FOS-modellen, som är en något modifierad version av EFO-modellen, introducerades i Faxén et al. (1988). Den konkurrensutsatta sektorn eller K-sektorn i den ursprungliga EFO-modellen var sammansatt av skogsbruk, fiske, gruvor, delar av livsmedelsindustrin, metall- och verkstadsindustrin, övrig industri förutom dryckesvaru- och tobaksindustri samt utrikes transporter.

sektorn – som motsvarar ungefär en tredjedel av arbetsmarknaden – vara löneledande. Industrin utgör en viktig del i denna, även om branschammansättningen i K-sektorn förändrats över tiden.¹⁵ Om industrin är löneledande kan skattningar av löneutvecklingen i denna sektor ge en indikation om framtida löneutfall i hela ekonomin. Vi har också valt att fokusera på lönebildningen i industrisektorn.

Den teoretiska utgångspunkten för skattningarna är en förväntningsutvidgad Phillipskurva, där såväl löneglidningen som de totala löneökningarna bestäms av efterfrågeläget på arbetsmarknaden samt förväntningar om prisutvecklingen. Vissa ekvationer innehåller även förväntningar om produktivitetens utvecklingen respektive vinstläget. När löneutrymmet fastställs är det tänkbart att arbetsmarknadens parter använder en tankeram med utgångspunkt i EFO-modellen.¹⁶ Vinstförväntningarna kan ses som ett alternativt mått för att fånga produktivitetens utvecklingen på lite sikt. Parterna gör rimligen en bedömning av hur vinstandelen utvecklas för att få till stånd en önskad kapitaltillväxt och produktivitetsförbättringar. De skattade ekvationerna är:¹⁷

Den teoretiska utgångspunkten för skattningarna är en förväntningsutvidgad Phillipskurva, där löneglidningen och de totala löneökningarna bestäms av efterfrågeläget på arbetsmarknaden samt inflationsförväntningarna.

$$(1) \quad \Delta LG_t = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot LD_t + \alpha_2 \cdot \Delta p_t^e + \alpha_3 \cdot \Delta Q_t^e + \alpha_4 \cdot (\pi/Y)_t^e + \varepsilon_{1t} \text{ och}$$

$$(2) \quad \Delta W_t = \beta_0 + \beta_1 \cdot LD_t + \beta_2 \cdot \Delta p_t^e + \beta_3 \cdot \Delta Q_t^e + \beta_4 \cdot (\pi/Y)_t^e + \varepsilon_{2t},$$

där löneglidningen ΔLG_t respektive de totala löneökningarna ΔW_t för industriarbetare förklaras av efterfrågeläget på arbetsmarknaden LD_t , inflationsförväntningarna Δp_t^e , förväntningar om produktivitetens utvecklingen ΔQ_t^e samt vinstförväntningarna $(\pi/Y)_t^e$. Slumtermerna antas ha sedvanliga egenskaper och betecknas som ε_{1t} respektive ε_{2t} . Olika efterfrågemått och två alternativa prissförväntningsantaganden användes i skattningarna som gjordes med minsta kvadratmetoden, OLS (se tabell 2). Förväntningarna om produktivitetens utvecklingen respektive förväntningarna om vinstandelen antas vara adaptiva, det vill säga de bestäms av

¹⁶ LO tycks till exempel grunda sina beräkningar på EFO-modellen, där löneökningarna åtminstone på lite sikt bestäms av pris- och produktivitetens utvecklingen i K-sektorn. Se Calmfors & Lundberg (1974). Se också 1997 års Industriavtal.

¹⁷ Den ekonomiska modellen är relativt enkel. Modellen skulle dock kunna tolkas som en felkorrigeringsmodell där produktivitetens utvecklingen och inflationsförväntningarna speglar de kortsiktiga sambanden. Arbetslösheten – som ett mått på efterfrågeläget – och vinstandelen ger då långsiktssambanden.

utfallen en period tidigare. För att svara på frågan om ett strukturellt skift inträffat under 1990-talet gjordes brytpunktstester. Även så kallade dummyvariabler introducerades i modellen för att fånga eventuella förändringar i lönebildningen under 1990-talet.¹⁸

Tabell 2. Variablerna och dess källor. Antalet kvarstående platser avser 1 000-tals platser.

Övriga variabler mäts i procent

Variabel	Källa
Beroende variabler	
Total löneökningstakt för industriarbetare	Konjunkturinstitutet
Löneglidningstakt för industriarbetare	Konjunkturinstitutet
Arbetsmarknadsläget	
Andelen öppet arbetslösa industrikassamedlemmar	AMS
Andel företag som anger brist på industriarbetare	Konjunkturinstitutet, Konjunkturbarometer
Antalet kvarstående lediga platser inom industrin	AMS
Inflationsförväntningar	
Tidsfördröjd KPI-inflation	SCB
Inflationsförväntningar enligt enkätundersökning	SCB, Hushållens inköpsplaner (HIP)
Övriga variabler	
Driftöverskott som andel av BNP till faktorpris, hela ekonomin	SCB, Nationalräkenskaperna
Arbetsproduktivitetstillväxt inom industrin	SCB, Nationalräkenskaperna

Nedväxlingen i de adaptiva inflationsförväntningarna under 1990-talets senare hälft samvarierar med nedväxlingen i löneökningstakten.

Hushållens inflationsförväntningar har den högsta korrelationen av alla variabler med både löneglidningen och de totala löneökningarna (se tabell 3). Denna serie från Statistiska centralbyråns HIP-undersökningar börjar dock inte förrän 1979 och visade sig

vara alltför kort för att ge robusta skattningar. Som ett alternativ antogs inflationsförväntningarna vara adaptiva och anges av inflationen i föregående period. Nedväxlingen i de adaptiva inflationsförväntningarna under 1990-talets senare hälft samvarierar med nedväxlingen i löneökningstakten (se diagram 9). Av de alternativa efterfrågemåtten samvarierar både löneglidningen och de totala löneökningarna i relativt hög grad med bristen på yrkesarbetare, men korrelationen är något högre mellan vakanser – kvarstående lediga platser – och de totala löneökningarna (se diagram 10).

¹⁸ En dummyvariabel eller dummy kan användas i skattningar för att kontrollera för en specifik händelse eller ett strukturellt skift under skattningsperioden som inte förklaras av modellen. Normalt ges tidpunkten för händelsen respektive perioden för det strukturella skiftet värdet 1 och övriga tidpunkter i serien värdet 0.

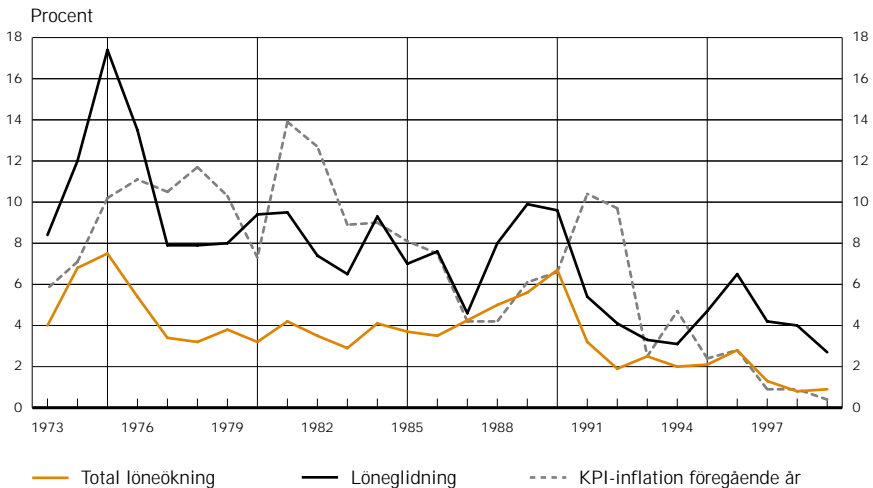
Tabell 3. Korrelationer mellan beroende och förklarande variabler

	Total löneökningstakt	Löneglidningstakt
Andel företag som anger brist	0,660	0,690
Kvarstående lediga platser	0,682	0,594
Andel öppet arbetslösa industrikasmedlemmar	-0,757	-0,654
Inflationsförväntningar enligt HIP	0,874	0,752
KPI-inflation (tidsfördröjd)	0,592	0,459
Arbetsproduktivitetstillväxt (tidsfördröjd)	-0,274	-0,348
Företagens vinster som andel av BNP till faktorpris (tidsfördröjd)	-0,380	-0,356

De viktigaste skattningsresultaten redovisas i tabellerna 4 och 5. De skattade koefficienterna visar hur löneglidningen respektive de totala löneökningarna påverkas av en marginell förändring av de förklarande variablerna. Skattningarna visar att runt 60–65 procent av såväl löneglidningen som de totala löneökningarna kan förklaras av efterfrågetrycket på arbetsmarknaden och inflationsförväntningarna (ekvationer 1b, 1c, 2b och 2c). När efterfrågetrycket mäts med kvarstående lediga platser fås något bättre resultat för de totala löneökningarna än när bristtalen används (ekvation 2b). Resultaten visar att löneglidningen ökar med nästan 0,2 procentenheter när vakanserna ökar med 1 000 platser eller när inflationsförväntningarna ökar med 1 procentenhet (ekvation 1b). Genomslagen

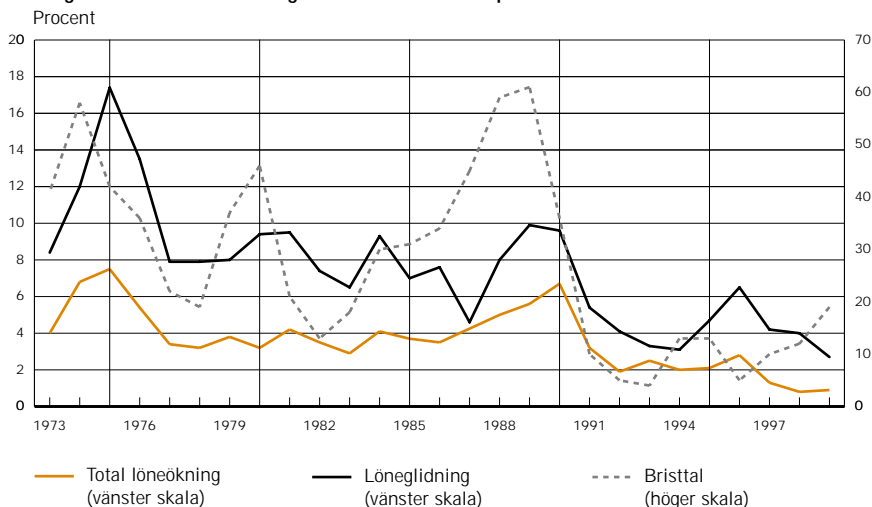
Skattningarna visar att runt 60–65 procent av såväl löneglidningen som de totala löneökningarna kan förklaras av efterfrågetrycket på arbetsmarknaden och inflationsförväntningarna.

Diagram 9. Löneutveckling i industrin och KPI-inflation föregående år



Källor: Konjunkturinstitutet och Statistiska centralbyrån.

Diagram 10. Löneutveckling i industrin och brist på industriarbetare



Källa: Konjunkturinstitutet.

på de totala löneökningarna är ungefär dubbelt så höga; de ökar med nästan 0,4 procentenheter vid motsvarande förändringar (ekvation 2b). Detta innebär att både de avtalade löneökningarna och löneglidningen påverkas ungefär lika mycket – 0,2 procent vardera – vid dessa förändringar. Resultaten kan jämföras med skattningar gjorda av Eurén på kvartalsdata fram till och med 1991.¹⁹ De skattade koefficienterna i hennes studie stämmer väl överens med resultaten i ekvationerna (1b) och (2b).²⁰

I många empiriska studier är koefficienten framför inflationsförväntningarna lägre än 1, vilket innebär att reallöneökningstakten minskar när inflationen ökar.

Enligt teorin bör koefficienten framför inflationsförväntningarna vara 1, vilket betyder att det är den reala löneutvecklingen som har betydelse i lönebildningsprocessen. I många empiriska studier är dock koefficienten lägre än 1, vilket innebär att reallöneökningstakten minskar när inflationen ökar.²¹ Även i våra

skattningar fås detta resultat. Det kan bero på flera faktorer. Överlappning i tiden av olika löneavtal och avtalsperiodernas längd gör lönerna trögrörliga. En alter-

¹⁹ Se Eurén (1991).

²⁰ Enligt ekvation (1b) innebär en ökning av antalet kvarstående lediga platser med 1 000 en ökning av löneglidningen med 0,19 procentenheter. Motsvarande effekt i Euréns skattningar är 0,16–0,17 procentenheter. Enligt ekvation (2b) ökar löneökningstakten med 0,43 procentenheter om inflationsförväntningarna ökar med 1 procentenhet. Motsvarande skattning av Eurén ger en effekt på 0,37 procentenheter.

²¹ Se Calmfors & Lundberg (1974).

Tabell 4. OLS-skattningsresultat. Beroende variabel är löneglidningstakt för industriarbetare

Variabel	(1a)	(1b)	(1c)	(1d)	(1e)	(1f)
Estimeringsperiod	1979-99	1969-99	1969-99	1971-99	1971-99	1971-99
Konstant	1,675 (1,34)	1,197** (2,51)	0,508 (1,01)	-6,400 (1,58)	-8,890** (2,34)	-5,737 (1,34)
Arbetslöshet	-0,052 (0,53)	-	-	-	-	-
Kvarstående lediga platser	-	0,00019*** (6,54)	-	0,00024*** (5,82)	-	-
Brist	-	-	0,073*** (7,15)	-	-0,069*** (6,48)	0,062*** (3,33)
Inflationsförväntningar enligt HIP enligt KPI (-1)	0,380** (2,47)	-0,164*** (3,12)	0,163*** (3,28)	0,197** (2,47)	0,290*** (4,07)	0,215* (1,77)
Vinstandel (-1)	-	-	-	-0,224* (1,99)	0,260** (2,49)	0,185 (1,67)
Arbetsproduktivitet (-1)	-	-	-	-0,103 (1,32)	-0,025 (0,36)	-
AVTAL7576	-	-	-	-	-	1,160 (1,40)
REHNBERG-PENNINGPOL	-	-	-	-	-	-0,327 (0,30)
D.W.	0,79	1,11	1,55	1,31	1,69	1,74
Justerat R ²	0,53	0,61	0,66	0,65	0,70	0,71
# obs.	21	31	31	29	29	29

Anm. * (**) *** indikerar signifikans på 10-, 5- och 1-procentsnivå. Absoluta tal av t-värden inom parenteserna.

nativ förklaring är att löntagarna upplever ett visst mått av penningillusion och att den nominella löneutvecklingen också har betydelse i löneförhandlingarna.

När modellen utökas till att inkludera adaptiva vinstförväntningar ökar förklaringsgraden till runt 70 procent för löneglidningen och runt 80 procent för de totala löneökningarna (ekvation 1e respektive 2d). De adaptiva produktivetsförväntningarna är inte signifikanta. Detta kan till exempel bero på att produktivetsdata är av låg kvalitet eller att förväntningsbilderna ser annorlunda ut. Förväntningarna om vinstandelen är dock klart signifikanta och indikerar att lönerna anpassas på lång sikt till en viss nivå på löneandelen. Genomslaget från inflationsförväntningarna blir nu högre särskilt för de totala löneökningarna. En procentenhets förändring i de adaptiva inflationsförväntningarna gör att de totala löneökningarna förändras med 0,6-0,8 procentenheter (ekvationer 2d och 2e). Detta kan tolkas som att löneökningarna på kort sikt inte anpassas till inflations-

Förväntningarna om vinstandelen är klart signifikanta och höjer förklaringsgraden betydligt. Resultaten indikerar att lönerna anpassas på lång sikt till en viss nivå på löneandelen.

Tabell 5. OLS-skattningsresultat. Beroende variabel är total löneökningstakt för industriarbetare

Variabel	(2a)	(2b)	(2c)	(2d)	(2e)	(2f)
Estimeringsperiod	1979-99	1969-99	1969-99	1971-99	1971-99	1971-99
Konstant	3,728** (2,49)	2,426*** (2,81)	1,584 (1,50)	-18,874*** (2,94)	-23,275*** (3,04)	-10,824 (1,65)
Arbetslöshet	-0,095 (0,81)	-	-	-	-	-
Kvarstående lediga platser	-	0,00035*** (6,60)	-	0,00046*** (6,99)	-	0,00035*** (4,13)
Brist	-	-	0,121*** (5,62)	-	0,113*** (5,22)	-
Inflationsförväntningar enligt HIP	0,728*** (3,95)	-	-	-	-	-
enligt KPI (-1)	-	0,430*** (4,50)	0,424*** (4,05)	0,608*** (4,80)	0,801*** (4,05)	0,405** (2,46)
Vinstandel (-1)	-	-	-	0,592*** (3,32)	0,662*** (3,12)	0,409** (2,34)
Arbetsproduktivitet (-1)	-	-	-	-0,074 (0,59)	0,095 (0,66)	-
AVTAL7576	-	-	-	-	-	3,437** (2,48)
REHNBERG-PENNINGPOL	-	-	-	-	-	-1,230 (0,90)
D.W.	1,75	1,47	1,30	2,32	1,72	2,08
Justerat R ²	0,75	0,66	0,59	0,79	0,70	0,82
# obs.	21	31	31	29	29	29

Anm. * (**) *** indikerar signifikans på 10-, 5- och 1-procentsnivå. Absoluta tal av t-värden inom parenteserna.

förväntningarna vilket innebär att reallöneökningstakten minskar allt annat lika (ekvation 2b). När en långsiktsterm introduceras via vinstandelen blir anpassningen i det närmaste fullständig det vill säga att reallöneökningstakten blir oförändrad på lång sikt (i varje fall för ekvation 2e).

Ett sätt att undersöka om ett strukturellt skift har förkommit är att använda dummyvariabler i ekvationerna.

De redovisade resultaten indikerar att den specificerade modellen relativt väl förklarar lönebildningen. Den stabiliseringspolitiska regimen under 1990-talet och de institutionella förändringarna i avtalsförhandlingarna kan

dock ha påverkat lönebildningsprocessen. Om så är fallet kan effekterna på lönebildningen ha missbedömts. Ett sätt att undersöka om ett strukturellt skift har inträffat är att använda dummyvariabler i ekvationerna. Två dummies användes; en för perioden 1975-1976 då extremt höga avtal slöts på arbetsmarknaden (AVTAL7576) och en för perioden 1991-1999 då Rehnbergavtalet slöts och det skedde en omläggning i den ekonomiska politiken (REHNBERG-PENNINGPOL). Den enda dummy som påverkade resultaten var den för 1975-1976 och då för de totala lö-

neökningarna (ekvation 2f). Införandet av dummyvariabler gjorde dock att koefficienten framför inflationsförväntningarna föll tillbaka till 0,4, det vill säga att inte ens hälften av en ökning i inflationsförväntningarna slår igenom på löneökningarna. Den förhållandevis enkla modellen förmår således inte klart belysa hur stor inverkan inflationsförväntningarna har på lönebildningen.

Dummys för ett skift i lönebildningen i början av 1990-talet blev således inte signifikant. Ett annat sätt att testa för eventuella strukturella skift är att använda Chow's brytpunktstest. Detta test indikerar ett strukturellt skift vid mitten av 1970-talet för de totala löneökningarna. Testresultaten stöder dock inte hypotesen att ett strukturellt skift inträffat i början av 1990-talet. Även här kan slutsatsen dras att den stabiliseringspolitiska förändringen fångas i de låga inflationsförväntningarna. Om inflationsförväntningarna exkluderas från ekvationerna indikerar mycket riktigt Chow-testet också att ett strukturellt skift inträffat (se tabell 6).

Sammanfattningsvis indikerar de empiriska skattningarna att det inte har hänt något fundamentalt med lönebildningen och att de samband som redovisats i tidigare studier inte har förändrats nämnvärt under 1990-talet. En rimlig förklaring till dessa resultat är att politikomläggningen och ett eventuellt regimskifte fångas i modellen genom att inflationsförväntningarna skiftat ned samtidigt som efterfrågan på arbetskraft varit låg under större delen av 1990-talet.

Dummys för ett skift i lönebildningen i början av 1990-talet blev inte signifikant. Slutsatsen kan dras att den stabiliseringspolitiska förändringen fångas i de låga inflationsförväntningarna.

Tabell 6. Resultat av Chow's brytpunktstest

Ekvation	1990	1991	1992	1993
(1a)	11,18 (0,00)	2,95 (0,07)	2,45 (0,10)	2,34 (0,11)
(1b)	2,82 (0,06)	1,16 (0,34)	1,53 (0,23)	1,25 (0,31)
(1c)	1,39 (0,27)	1,55 (0,23)	1,78 (0,18)	2,35 (0,10)
(1d)	3,59 (0,02)	1,36 (0,28)	2,01 (0,12)	1,57 (0,22)
(1e)	1,32 (0,30)	0,89 (0,51)	1,15 (0,37)	1,21 (0,34)
(2a)	0,53 (0,67)	0,54 (0,66)	0,39 (0,76)	0,35 (0,79)
(2b)	1,26 (0,31)	0,92 (0,45)	0,53 (0,67)	0,14 (0,94)
(2c)	0,88 (0,46)	1,81 (0,17)	1,84 (0,17)	1,84 (0,17)
(2d)	0,65 (0,66)	0,28 (0,92)	0,36 (0,87)	0,35 (0,87)
(2e)	0,97 (0,46)	1,32 (0,30)	1,48 (0,24)	1,58 (0,21)
(1b)®	3,99 (0,03)	6,75 (0,00)	7,63 (0,00)	6,80 (0,00)
(1c)®	1,22 (0,31)	5,14 (0,01)	6,39 (0,01)	6,05 (0,01)
(2b)®	4,78 (0,02)	5,80 (0,01)	5,24 (0,01)	4,24 (0,02)
(2c)®	3,58 (0,04)	5,67 (0,01)	5,10 (0,01)	4,30 (0,02)

Anm. F-statistika samt p-värden (inom parentes) anges i tabellen. Nollhypotesen (H0) i testet är att "Inget strukturellt skift har inträffat" vid den aktuella tidpunkten. Ett högt värde på F-statistikan innebär att nollhypotesen kan förkastas. Fet stil innebär att nollhypotesen kan förkastas på 5-procentsnivån.

®) Det använda måttet på inflationsförväntningarna är exkluderat som förklaringsvariabel.

Sammanfattande diskussion

Under 1990-talet ändrades förutsättningarna för lönebildningsprocessen. Den ekonomiska politiken inriktades på prisstabilitet medan arbetslöshetsproblemen fick mindre betydelse i det korta perspektivet.

är. En ny kurs i stabiliseringspolitiken stakades ut, finanspolitiken stramades åt, budgeten sanerades och kronan tilläts flyta. Den ekonomiska politiken inriktades på prisstabilitet medan arbetslöshetsproblemen fick mindre betydelse i det korta perspektivet. Det kan tolkas som att ansvaret för sysselsättningen i varje fall på kort sikt överflyttades till arbetsmarknadens parter. På lång sikt förväntades den ändrade kursen i stabiliseringspolitiken leda till lägre arbetslöshet. De nya förutsättningarna för stabiliseringspolitiken bör ha påverkat lönebildningsprocessen under 1990-talet.

De institutionella förhållandena i avtalsförhandlingarna har också förändrats under de senaste decennierna.

De institutionella förhållandena i avtalsförhandlingarna har också förändrats under de senaste decennierna. Den traditionella centrala lönebildningsmodellen lämnades 1983 för att åtföljas av en period med både förhandlingar på branschnivå och på central nivå. Under andra hälften av 1990-talet har de lokala inslagen i avtalsförhandlingarna blivit allt större samtidigt som industrin samordnade sig i 1998 års avtalsförhandlingar. Detta skedde dels genom att industriarbetarna överlämnade gemensamma lönekrav och dels genom att arbetsgivarna samrådde om den möjliga lönekostnadsramen. Förhandlingsarbetet leddes av opartiska ordföranden enligt Industriavtalet. De nu pågående avtalsförhandlingarna verkar följa den modell som kännetecknade 1998 års avtalsrörelse; löneavtal sluts om tillgängligt lönekostnadsutrymme medan fördelningen till stor del sker lokalt.

Storleken på löneglidningen påverkas av på vilken nivå avtalen sluts; på lokal nivå finns rimligen ett mindre behov av löneanpassningar utöver avtalen.

Under 1990-talet ändrades förutsättningarna för lönebildningsprocessen. Den ackommoderande ekonomiska politiken under 1970- och 1980-talen med åtföljande kostnadskriser och devalveringar samt det stora fallet i den internationella efterfrågan i början av 1990-talet ledde bland annat till att den öppna arbetslösheten fyrdubblades inom loppet av tre

De institutionella förhållandena i avtalsförhandlingarna har också förändrats under de senaste decennierna. Den traditionella centrala lönebildningsmodellen lämnades 1983 för att åtföljas av en period med både för-

handlingar på branschnivå och på central nivå. Under andra hälften av 1990-talet har de lokala inslagen i avtalsförhandlingarna blivit allt större samtidigt som industrin samordnade sig i 1998 års avtalsförhandlingar. Detta skedde dels genom att industriarbetarna överlämnade gemensamma lönekrav och dels genom att arbetsgivarna samrådde om den möjliga lönekostnadsramen. Förhandlingsarbetet leddes av opartiska ordföranden enligt Industriavtalet. De nu pågående avtalsförhandlingarna verkar följa den modell som kännetecknade 1998 års avtalsrörelse; löneavtal sluts om tillgängligt lönekostnadsutrymme medan fördelningen till stor del sker lokalt.

Löneglidningen, som definieras som löneökningar utöver de avtalade, har över tiden fått en ändrad betydelse. Storleken på löneglidningen påverkas av på vilken nivå avtalen sluts. När avtalsförhandlingarna sker på lokal nivå finns rimligen ett mindre behov av löne-

anpassningar utöver avtalen jämfört med när avtalen sluts på central nivå. Om fördelningshänsyn varit dominerande i förhandlingarna kan å andra sidan behovet av löneanpassningar vara större för vissa löntagargrupper. Löneglidning kan antingen uppkomma för att en enskild individ får högre löneökningar än de avtalade, så kallad äkta löneglidning, eller för att sammansättningen av arbetskraften ändras, så kallad strukturell löneglidning.

De avtalade löneökningarna är kända i förväg för en relativt lång avtalsperiod medan löneglidningen måste beräknas i efterhand. Det är därför av värde att i prognossammanhang kunna göra en bedömning av löneglidningen. Om lönebildningsprocessen förändrats under 1990-talet blir prognoser baserade på historiska samband missvisande. Vi har därför valt att undersöka om sambanden förändrats i en relativt enkel Phillipskurvemodell för löneglidningen när data utökas till att omfatta 1990-talet.

En implikation av de institutionella förändringarna i avtalsförhandlingarna kan vara att de totala löneökningarna förklaras bättre av en Phillipskurva än enbart löneglidningen. Vi har därför utökat den empiriska analysen till att undersöka om motsvarande Phillipskurvemodell också kan förklara de totala löneökningarna. En utvärdering av 1998 års avtalsrörelse av Industrins Ekonomiska Råd ger vid handen att den strukturella löneglidningen var positiv och betydligt högre än den äkta löneglidningen mellan 1998 och 1999.²² Detta innebär då rimligen att inflationstrycket inte var lika stort från löneglidningen som det skulle varit i ett läge när löneglidningen bestämts av olika kompensationskrav från enskilda arbetstagare eller grupper av arbetstagare.

Resultaten av den empiriska studien visar att både arbetsmarknadsläget och inflationsförväntningarna förklarar runt 60 procent av variationen i löneglidningen respektive de totala löneökningarna. En utökning av modellerna till att omfatta långsiktssamband i termer av förväntningar om hur vinstandelen utvecklas ökar förklaringsvärdet avsevärt särskilt för de totala löneökningarna. I den bästa specifikationen med ett långsiktssamband via vinstandelen (ekvation 2e) anpassas löneökningarna nästan

Om lönebildningsprocessen förändrats blir prognoser baserade på historiska samband missvisande.

En implikation kan vara att de totala löneökningarna förklaras bättre av en Phillipskurva än enbart löneglidningen.

I den bästa specifikationen med ett långsiktssamband via vinstandelen anpassas de totala löneökningarna nästan fullt ut till en förändring i inflationsförväntningarna.

²² Se Carling et al. (2000).

fullt ut till en förändring i inflationsförväntningarna; när de sistnämnda minskar med 1 procentenhet minskar de totala löneökningarna med 0,8 procentenheter.

Antagandet om exogena inflationsförväntningar är rimligen inte uppfyllt då de sannolikt påverkats av den ändrade inriktningen av stabiliseringspolitiken.

Brytpunktstester och införandet av dummyvariabler bekräftade inte att något strukturellt skift skett i lönebildningen under 1990-talet. Resultaten indikerade att ett regimskifte i modellen fångas av de låga inflationsförväntningarna. I modellen förutsätts de förklarande variablerna vara exogena. Detta antagande är

rimligen inte uppfyllt för den förväntningsbild som vi antagit för inflationsförväntningarna. Eftersom dessa är adaptiva påverkas förväntningarna av den faktiska inflationsutvecklingen, som i sin tur bland annat beror på förändringar i lönekostnaderna. Inflationsförväntningarna och inflationsutvecklingen har sannolikt också påverkats av den ändrade inriktningen av stabiliseringspolitiken.

I huvudsak är det den låga efterfrågan på arbetskraft och de låga inflationsförväntningarna som ligger bakom de lägre löneutfallen under 1990-talet.

Trots dessa metodologiska problem kan slutsatsen dras att det i huvudsak är den låga efterfrågan på arbetskraft och de låga inflationsförväntningarna som ligger bakom de lägre löneutfallen under 1990-talet. Det kan dock inte uteslutas att en ny lönebildnings-

modell etablerats från och med 1998 års avtalsrörelse som leder till modesta lönekostnadsökningarna i paritet med produktivitetens utvecklingen. Ett dylikt skift i lönebildningen kan dock ännu inte utläsas i data.

Prognosen över de totala löneökningarna för 1995-1999 överensstämmer mycket väl med de faktiska utfallen.

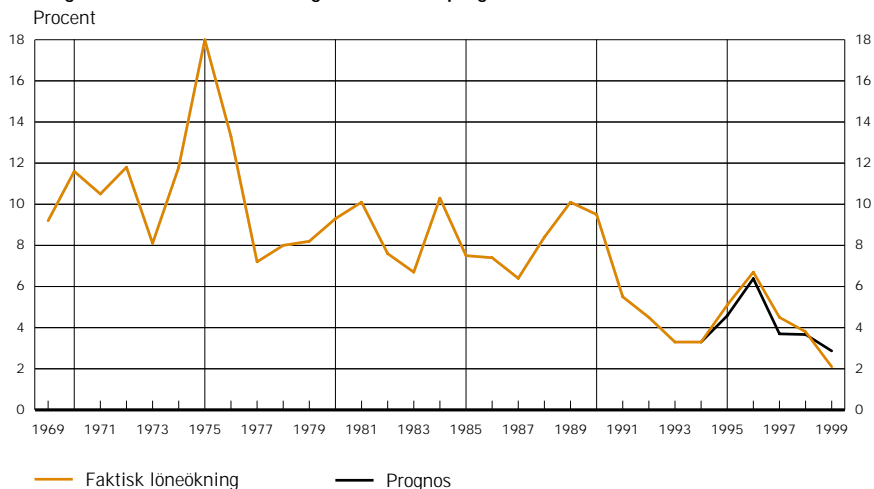
Ett övergripande syfte med att analysera löneutvecklingen är att göra bättre prognoser som kan användas i bedömningen av hur inflationen utvecklas på ett till två års sikt. Den bästa specifikationen av vår modell ger ett

högre förklaringsvärde för de totala löneökningarna än för löneglidningen. Vi har också testat modellernas prognosförmåga genom att göra prognoser på löneutvecklingen för de senaste fem åren i den undersökta perioden. Prognosen över de totala löneökningarna för 1995-1999 överensstämmer mycket väl med de faktiska utfallen (se diagram 11). Prognosmodellen för löneglidningen förmår inte på samma sätt fånga nedgången i löneglidningstakten från och med 1997 (se diagram 12).²³

²³ Prognoserna har gjorts genom att använda de faktiska värdena för de förklarande variablerna. En god prognos över löneutvecklingen kommer givetvis att bero på träffsäkerheten hos prognoserna för efterfrågeläget, inflationsförväntningarna och förväntningarna om vinstandelens utveckling.

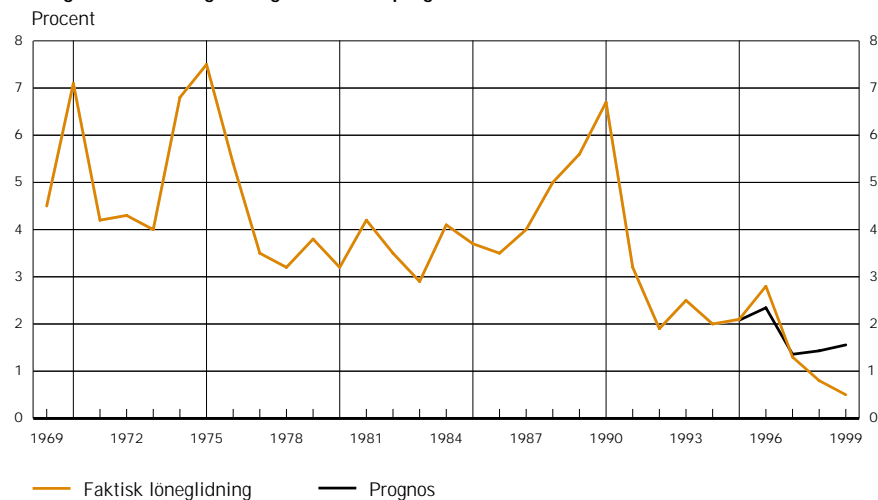


Diagram 11. Totala löneökningar, utfall och prognos



Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Diagram 12. Löneglidning, utfall och prognos



Källor: Konjunkturinstitutet och Riksbanken.

Den empiriska analysen leder alltså sammanfattningsvis till följande slutsatser. För det första är det den låga efterfrågan och de låga inflationsförväntningarna som förklarar den lägre löneökningstakten under 1990-talet. Det bör dock no-



teras att de låga inflationsförväntningarna i sig kan bero på den ändrade kursen i stabiliseringspolitiken. För det andra kan den skattade modellen för de totala löneökningarna användas i prognossammanhang

Referenser

- Calmfors, L. & Driffill, J., (1988), "Bargaining Structure, Corporatism and Macroeconomic Performance", *Economic Policy* 6.
- Calmfors, L. & Lundberg, E., (1974), *Inflation och arbetslöshet*, SNS.
- Carling, A., Djerf, O., Kazamaki Ottersten, E. & Ohlsson, H., (2000), "Industriavtalet – utfall & framtidsutsikter", *Ekonomisk Debatt* 5.
- Edgren, G., Faxén, K-O. & Odhner, C-E., (1970), *Wage Formation and the Economy*, Allen & Unwin, London.
- Eurén, C., (1991), "Lönebildningen i Sverige", *Konjunkturläget – Specialstudier*, Konjunkturinstitutet, maj.
- Eurén, C., (1998), "Sammanställning av resultat av 1998 års avtalsrörelse", Bilaga 10, SOU 1998:141.
- Faxén, K-O., Odhner, C-E. & Spånt, R., (1988), *Lönebildningen i 90-talets samhälls-ekonomi*, Rabén & Sjögren, Stockholm.
- Forslund, A. & Kolm, A-S., (2000), "Aktiv arbetsmarknadspolitik och reallöner – svenska erfarenheter", Forskningsrapport 10, IFAU.
- Hibbs, D. & Locking, H., (1996), "Wage Compression, Wage Drift and Wage Inflation in Sweden", *Labour Economics*, Vol 3.
- Holmlund, B. & Skedinger, P., (1990), "Wage Bargaining and Wage Drift: Evidence from the Swedish Wood Industry" i Lars Calmfors, redaktör, *Wage Formation and Macroeconomic Policy in the Nordic Countries*, SNS.
- Jacobsson, G., (2000), "LO-medlemmar får inte ens ut avtalens löneyft", *LO-tidningen*, (2000), 1 december.
- Jonung, L., (1999), *Med backspegeln som kompass – om stabiliseringspolitiken som läroprocess*, ESO-rapport Ds 1999:9, Finansdepartementet.
- Johansson, S., Lundborg, P. & Zetterberg, J., (1999), *Massarbetslöshetens karaktär – vägarna till full sysselsättning*, FIEF, Stockholm.
- SOU 1998:141, *Medling & lönebildning*, Bilagor till slutbetänkande från utredningen om ett förstärkt förlikningsmannainstitut, Arbetsmarknadsdepartementet, Stockholm.
- Sveriges riksbank, (2000), *Inflationsrapport* nr 4.
- Tson Söderström, H. & Uddén-Jondal, E., (1985), "Har den solidariska lönepolitiken varit kostnadsdrivande?", *Ekonomisk Debatt*, Nr 8.

Riksbankens yttrande över betänkandet Offentlig administration av banker i kris

SOU 2000:66

Sveriges riksbank har beretts tillfälle att yttra sig över Banklagskommitténs slutbetänkande "Offentlig administration av banker i kris" (SOU 2000:66). Nedan återfinns Riksbankens synpunkter. Riksbanken delar Banklagskommitténs övergripande bedömning att det föreligger behov av ett regelverk för att hantera banker i kris. Riksbanken avvisar dock den breda tillämpning som kommittén föreslagit och vill istället begränsa tillämpningen till systemstörningar. Riksbanken lämnar synpunkter på huvuddragen i betänkandet. Dessutom kommenteras ett antal delfrågor där Riksbanken vill komplettera utredningens förslag om den praktiska hanteringen av bankkriser med utgångspunkt i erfarenheterna från 1990-talets bankkris.

Utredningens utgångspunkter

Kommitténs förslag har tagit utgångspunkt i de höga kostnader som kan uppstå vid störningar i det finansiella systemet samt den kapitalförstöring som kan följa i samband med enskilda bankers problem. Kostnaderna härrör bland annat från faktorer som kan kopplas samman med bankers särskilda "natur" till skillnad från andra kategorier av företag. Problem i en bank kan till en början vara små, men de kan raskt växa sig stora till exempel genom att insättare och andra borgenärer tappar förtroendet för banken. Detta kan sedan sprida sig till andra banker och övriga finansiella institut. Systemstörningar kan också, vilket bankkriser både i Sverige och i andra länder tydligt visat, leda till betydande kostnader för skattebetalarna och generellt inverka negativt på den ekonomiska utvecklingen. En viktig faktor för hur stora skadorna blir är den tid som går innan problemen åtgärdas.

Sammanfattningen av Banklagskommitténs slutbetänkande "Offentlig administration av banker i kris" presenterades i Penning- och valutapolitik nr 3 2000.

Problem som inte tas under seriös behandling på ett tidigt stadium tenderar att förvärras både till omfattning och svårighetsgrad.

Riksbanken instämmer i utredningens analys vad gäller systemstörningar. Uppkommande problem i banker måste hanteras snabbt och med kraft. De samhällsekonomiska kostnaderna för svåra störningar i den finansiella stabiliteten riskerar annars att bli

stora. Det är viktigt att upprätthålla en analytisk och organisatorisk beredskap för att identifiera problem och vidta åtgärder. Under den svenska bankkrisen på 1990-talet fyllde Bankstödsnämnden viktiga funktioner som utredare, beslutsfattare och, inte minst, som samordningspunkt mellan olika parter såsom bankägare, borgenärer, myndigheter med flera. En motsvarighet till Bankstödsnämnden är en viktig komponent i hanteringen av en framtida bankkris. Dessutom måste det finnas en lagstiftning som förhindrar att motstridiga intressen mellan till exempel aktieägare och staten leder till att krislösningar fördröjs. Samtidigt måste dock sådan lagstiftning skydda aktieägarnas och borgenärernas intressen.

Konkurser i banker leder till kapitalförstöring, bland annat genom att den nedlagda bankens över åren uppbyggda kunskaper om kunderna riskerar att skingras. Därigenom finns risk att kunder till banker som snabbt tvingas minska sin utlåning inte kan få krediter i annan bank som saknar denna känedom om kunderna. Som kommer att utvecklas i det följande anser dock Riksbanken att nackdelarna med att bygga upp ett brett skydd även mot kapitalförstöring i banker är större än fördelarna. Endast i de situationer då stabiliteten i det finansiella systemet är i fara bör sådana medel tillämpas.

Ett särskilt problem vad gäller krishantering i banker är att dessa allt oftare ingår i internationella koncerner. Det är därför av stor vikt att varje land har väl förberedda system för krishantering så att samordningen – till

exempel av ”vilket land som har ansvar för vad när det uppstår problem i en internationell koncern” – underlättas och inte fördröjer processen. Sverige bör därför även i fortsättningen aktivt verka för en internationell diskussion och samordning av ländernas regelverk för krishantering. Detta står dock inte i motsättning

Riksbanken instämmer i utredningens analys vad gäller systemstörningar. Uppkommande problem i banker måste hanteras snabbt och med kraft.

Riksbanken anser att nackdelarna med att bygga upp ett brett skydd även mot kapitalförstöring i banker är större än fördelarna. Endast i de situationer då stabiliteten i det finansiella systemet är i fara bör sådana medel tillämpas.

Ett särskilt problem vad gäller krishantering i banker är att dessa allt oftare ingår i internationella koncerner.

till att Sverige nu bör utveckla ett eget regelverk; tvärtom kan detta påskynda den internationella processen genom att utgöra ett underlag för diskussionerna i internationella fora.

Regelverkets omfattning och Riksbankens roll

TILLÄMPNINGEN AV OFFENTLIG ADMINISTRATION

Kommittén föreslår en bred tillämpning av institutet offentlig administration.

Kommittén föreslår en bred tillämpning av institutet offentlig administration. Det finns två huvudsyften med förslaget: Dels att underlätta hanteringen vid störningar av stabiliteten i det finansiella systemet, dels att motverka kapitalförstöring i enskilda banker som råkat i temporära problem även om dessa inte hotar stabiliteten. I princip ska offentlig administration kunna tillämpas för alla banker som befinner sig i en situation där oktrojen kan återkallas. Detta inbegriper inte enbart fall där banken hotas av konkurs utan även när banken bryter mot viktiga regler, såsom kapitaltäckningskravet på 8 procent. Kommittén motiverar detta med att fallissemang och kapitalförstöring i långsiktigt livskraftiga banker som råkat i tillfälliga problem bör undvikas. Detta kan ses som en parallell lösning till institutet företagsrekonstruktion, vilket inte omfattar banker.

Det finns enligt Riksbanken starka skäl att begränsa användandet av offentlig administration.

offentlig administration.

För enskilda institut vars fortlevnad inte är central för upprätthållande av stabiliteten i betalningssystemet bör statens ansvar begränsas till vad som gäller för företagsamhet i allmänhet.

Riksbankens grundsyn på marknadsekonomins spelregler är att effektiviteten i ekonomin är beroende av att det finns enkla och tydliga regelsystem såväl för bildande som avveckling av företag. Företag som inte kan attrahera tillräckliga intäkter från marknaden eller som bedrivs oskickligt, till exempel med bristande riskmedvetande, bör inte tillföras nya resurser eller på konstlad väg, till exempel genom statliga ingripanden, tillåtas fortleva. Denna grundsyn gäller också för Riksbankens syn på den finansiella sektorn och dess verksamhetsförutsättningar. Betalningssystemet har ett särskilt skyddsvärde genom sin betydelse för samhällsekonomin. Banksektorn spelar en central roll för betalningssystemets funktion. För enskilda institut

vars fortlevnad inte är central för upprätthållande av stabiliteten i betalningssystemet bör statens ansvar dock begränsas till vad som gäller för företagsamhet i allmänhet. Sådana institut bör således tillåtas gå i likvidation eller konkurs i enlighet med det generella regelverket.

Staten ger redan idag starka signaler om att bankverksamhet är skyddsvärd. Som exempel kan nämnas Finansinspektionens verksamhet, som innefattar såväl tillståndsprövning vid etablering som fortlöpande tillsyn, insättningsgarantin och Riksbankens möjlighet att lämna nödkrediter. Detta skyddsnet kan bidra till uppkomsten av bristande riskmedvetande (så kallat moral hazard-beteende) hos borgenärer, bankägare och bankledningar. Bankverksamhetens skyddsvärde medför att sannolikheten för statliga räddningsaktioner är betydande, vilket kan ge incitament till osunt risktagande i banken och hos dess borgenärer. Det är angeläget att undvika att införa statliga arrangemang och åtgärder som riskerar att öka dylika incitament.

Förslaget om offentlig administration är utformat så att bankens aktieägare inte ska skyddas finansiellt. Bankens ägare ska i första hand bära de förluster som kan uppstå. Trots ambitionen att aktieägarna inte ska skyddas kan förslaget emellertid, enligt Riksbankens mening, uppfattas medföra fördelar för såväl aktieägarna som borgenärerna och bidra till att utvidga det skyddsnet för banker som redan finns. En bank som omfattas av offentlig administration får en tidsfrist för att hantera problem och därigenom möjlighet att uppnå ett långsiktigt positivt värde för aktierna, i en situation där banken annars skulle ha gått i konkurs och aktierna förlorat hela sitt värde och borgenärernas situation försvagats. Borgenärerna gynnas också av att offentlig administration och framför allt möjligheten till statliga garantier för bankens skulder medför ett visst, om än partiellt och temporärt, skydd.

En särskild risk föreligger att offentlig administration kan komma att användas även för andra syften än de som kan motiveras utifrån de mest angelägna samhällsekonomiska hänsynstagandena. Även om utredningen har som utgångspunkt att det krävs sådana skäl görs inte tillräckligt tydliga avgränsningar av det tänkbara användningsområdet, bland annat omtalas konkur-

Bankverksamhetens skyddsvärde medför att sannolikheten för statliga räddningsaktioner är betydande, vilket kan ge incitament till osunt risktagande i banken och hos dess borgenärer. Det är angeläget att undvika att införa statliga arrangemang och åtgärder som riskerar att öka dylika incitament.

En särskild risk föreligger att offentlig administration kan komma att användas även för andra syften än de som kan motiveras utifrån de mest angelägna samhällsekonomiska hänsynstagandena.

rensfrämjande och regionalpolitiska skäl som möjliga grunder för beslut om offentlig administration. I händelse av problem i en bank kan det politiska systemet komma att utsättas för påtryckningar från intressegrupper, med påföljd att fler banker kan komma att hamna under offentlig administration än vad som är önskvärt utifrån samhällsekonomiska hänsyn. Ett alltför vitt användningsområde riskerar såväl att leda till felaktiga incitament som till ökade direkta kostnader för staten. Dessutom kan EU:s restriktiva regler om statsstöd komma att överträdas.

Enligt Riksbankens mening bör, sammanfattningsvis, statens ingripanden begränsas till de situationer där risk för systemhotande kriser föreligger.

Enligt Riksbankens mening bör, sammanfattningsvis, statens ingripanden begränsas till de situationer där risk för systemhotande kriser föreligger. Även om det går att identifiera samhällsekonomiska kostnader genom kapitalförstöring vid enstaka bankfallissemang,

anser Riksbanken att dessa torde vara små jämfört med de allvarliga snedvridningseffekter som en så vid tillämpning av offentlig administration skulle medföra. Vid en systemkris är dock de latenta kostnaderna för hela ekonomin så stora att "moral hazard-aspekterna" kan behöva vika.

RIKSBANKENS ROLL OCH UTRYMMET FÖR NÖDKREDITER

Kommittén förutsätter i den föreslagna ordningen för bankkrishantering att Riksbanken kommer att kunna delta i flera olika sammanhang inom ramen för sin nuvarande funktion att bevilja nödkrediter enligt 6 kap. 8 § riksbankslagen. Riksbanken bör till exempel enligt kommittén kunna ge kredit såväl till banker vars fallissemang skulle leda till störningar i betalningssystemet som till banker vars fallissemang inte skulle leda till systemstörningar men där krediten ges i syfte att undvika kapitalförstöring, i konkurrensfrämjande syfte eller med regionalpolitiska motiv. Vidare anser kommittén att Riksbanken bör kunna finansiera en bank i avvaktan på ett beslut om offentlig administration för att förhindra att banken tvingas underlåta fullgöra betalningar innan ett beslut hinner fattas och verkställas. Kommittén har också uttalat att Riksbanken kan vara villig att tillhandahålla likviditet under offentlig administration även utan statlig garanti och att Riksbanken måste vara beredd att agera lender-of-last-resort för att en bank under offentlig administration ska försättas i fri verksamhet.

Riksbanken konstaterar att dess möjlighet att bevilja nödkrediter grundar sig på uppgiften att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Huvudregeln i Riksbankens praxis beträffande möjligheten att bevilja nödkrediter är dock att nödkrediter aldrig ges för att korrigera för effekterna av en banks bristande soliditet. Det ska vidare anmärkas att Riksbanken aldrig är skyldig att ge nödkredi-

ter; kredit får dock medges enligt 6 kap. 8 § riksbankslagen.

I ett yttrande från riksbanksfullmäktige över Kreditmarknadskommitténs slutbetänkande (SOU 1988:29) utvecklade fullmäktige sin syn på Riksbankens roll som lender-of-last-resort. Här sägs bland annat att "Kredit från Riksbankens sida på andra än rent penningpolitiskt motiverade villkor bör enligt fullmäktiges mening endast medges för att upprätthålla likviditeten, inte för att korrigera för effekterna av bristande soliditet hos en bank. Kredit bör vidare medges endast i den utsträckning som krävs för att bevara förtroendet och stabiliteten i det finansiella systemet". Detta synsätt tillämpades av Riksbanken bland annat under bankkrisen 1991–1993 och äger, enligt Riksbanken, alltså giltighet. Genom att statlig garanti lämnades för bankernas återbetalningsförmåga under krisen kunde Riksbanken även bevilja nödkredit till banker vars soliditet kunde ifrågasättas.

Såsom redogjorts för ovan är det ett grundläggande kriterium, vilket stadfästas såväl i förarbetena till riksbankslagen som i Riksbankens praxis, för att Riksbanken ska kunna lämna likviditetsstöd, att det föreligger en situation där stabiliteten i det finansiella systemet är i fara. Mot denna bakgrund avvisar Riksbanken kommitténs förslag att Riksbanken ska ges möjlighet (kommittén talar till och med om en "eventuell skyldighet", sidan 189) att ge nödkredit i lägen där systemkriteriet ej är uppfyllt. Det är, anser Riksbanken, viktigt att bevara nödkrediternas undantagskaraktär bland annat för att motverka "moral hazard-beteende" i den finansiella sektorn. Riksbanken avvisar även kommitténs förslag om att Riksbanken ska samråda med Krishanteringsmyndigheten innan den tar slutligt beslut i det fall Riksbanken avser att neka att lämna nödkredit till en bank som är föremål för offentlig administration. Omedelbar information om Riksbankens beslut bör givetvis lämnas till Krishanteringsmyndigheten, men detta kan ske på samma sätt som övrigt löpande informationsutbyte.

För användning av Riksbankens medel till likviditetsstöd i samband med en hotande störning i det finansiella systemet finns stöd i form av bestämmelser i riksbankslagen. Situationer där soliditeten i det stödbehövande finansiella institutet kan ifrågasättas kräver soliditetsstöd snarare än likviditetsstöd, vilket är en fråga för privata investerare

Huvudregeln i Riksbankens praxis beträffande möjligheten att bevilja nödkrediter är att nödkrediter aldrig ges för att korrigera för effekterna av en banks bristande soliditet.

Riksbanken avvisar kommitténs förslag att Riksbanken ska ges möjlighet att ge nödkredit i lägen där systemkriteriet ej är uppfyllt.

Kommitténs förslag utgår från att Riksbanken ska lämna likviditetsstöd men att staten svarar för eventuell soliditetsstöd. Riksbanken delar detta synsätt.

eller, när så bedöms nödvändigt, för staten. Det ramverk som föreslås av kommittén, med offentlig administration och en Krishanteringsmyndighet, betonar ytterligare regeringens och riksdagens roll när det gäller soliditetsstöd i samband med en systemkris. Kommitténs förslag utgår från att Riksbanken ska lämna likviditetsstöd, men att staten, direkt eller genom förmedling av Krishanteringsmyndigheten, svarar för eventuellt soliditetsstöd. Som framgått av ovan citerade yttrande från riksbanksfullmäktige över Kreditmarknadskommitténs betänkande delar Riksbanken detta synsätt.

Banklagskommitténs föreliggande förslag, vilket syftar till en tydligare institutionaliserad hantering av banker i kris, ger anledning för Riksbanken att se över den nuvarande regleringen av Riksbankens lender-of-last-resort-roll. I den mån detta leder till förslag om ändringar i lagstiftningen återkommer Riksbanken till regeringen i särskild ordning.

Den praktiska krishanteringen

KRISHANTERINGSMYNDIGHETEN

Riksbanken stöder kommitténs förslag att

Krishanteringsmyndigheten bör vara formellt inrättad även när det inte föreligger någon kris.

Riksbanken stöder kommitténs förslag att Krishanteringsmyndigheten bör vara formellt inrättad även när det inte föreligger någon kris och att det bör vara tillräckligt att styrelsen är tillsatt och att endast en begränsad kanslifunktion stöder denna. Under

”icke-kristid” kan myndighetens verksamhet inskränkas till regelbundna styrelsemöten varvid det finansiella stabilitetsläget diskuteras och praktiska förberedelser för myndighetens verksamhet sker. Syftet ska vara att myndigheten snabbt ska kunna ingripa om systemhotande problem skulle uppstå. Den typ av information om finansiell stabilitet och bankers förhållanden som myndighetens styrelse ska basera sina beslut på sammanställs och analyseras redan idag bland annat hos Finansinspektionen och Riksbanken och det är bland annat därför rimligt att dessa myndigheter är representerade i styrelsen. Återkommande styrelsediskussioner om finansiell stabilitet innebär således inget nämnvärt merarbete för dessa myndigheter utan det kan tvärtom vara en fördel att en bred krets av personer är insatta i utvecklingen i den finansiella sektorn.

Skälet till att Krishanteringsmyndigheten bör vara inrättad även när kris inte föreligger är att en kris kan uppstå mycket snabbt – inom några timmar eller da-

gar – och att det därför inte finns tid i en sådan situation att inrätta myndigheten. Efter- som en statlig garanti för bankernas förplik- telser kan vara ett av de viktigaste medlen för att hindra ett krisförlopp är det angeläget att Krishanteringsmyndigheten snabbt kan få till stånd en statlig garanti.

I en kris får Krishanteringsmyndigheten en mer aktiv roll som kräver en annorlunda typ av expertis; bland annat att hantera ban- ker under offentlig administration, att besluta om betalningsstopp i en bank och att bedöma behovet av statsgaranti. Detta krä- ver att myndigheten snabbt får tillskott av personer med sådan kompetens. Myn- digheten bör därför redan under normala tider identifiera sådan experthjälp som kan behövas för eventuella framtida uppgifter.

För att sköta myndighetens uppgifter un- der en kris är det nödvändigt att det i myn- dighetens styrelse ingår flera olika kompeten- ser. Enligt Riksbanken bör detta innebära att såväl myndigheter som fristående experter är representerade i styrelsen. Vidare bör styrelsen sammansättas så att den ges en klar parlamentarisk förankring. Under 1990-talets kris ingick riksdagsledamöter i Bankstödsnämndens styrelse och detta bidrog till att skapa en bred politisk enig- het kring krislösningarna, vilket betraktas som ett av skälen till att Sverige lyckas relativt väl med sin krishantering.

Skälet till att Krishanterings- myndigheten bör vara inrättad även när kris inte föreligger är att en kris kan uppstå mycket snabbt.

I en kris får Krishanterings- myndigheten en mer aktiv roll som kräver en annorlunda typ av expertis.

För att sköta myndighetens uppgifter under en kris är det nödvändigt att det i myndighetens styrelse ingår flera olika kompetenser.

HANTERING AV EN BANK UNDER OFFENTLIG ADMINISTRATION

Kommittén föreslår att Krishanteringsmyndigheten hanterar en bank genom att överta den totala rösträtten och därigenom agera som en ensam ägare av ban- ken. Ett syfte med denna lösning är att så lite som möjligt ingripa i bankens juri- diska struktur. Lösningen medger en mindre eller högre grad av ingripande i själ- va organisationen, till exempel att avsätta eller inte avsätta den sittande bankled- ningen och styrelsen. **Riksbanken** anser att denna flexibilitet är önskvärd och stöder därför förslaget. Emellertid finner Riksbanken, liksom utredningen, att de praktiska och juridiska frågorna kring denna form av administration är svåra. En viktig fråga är till exempel om dylik indirekt styrning av en bank ger legal rätt samt praktisk möjlighet till tillräckligt snabba ingripanden när Krishanterings- myndigheten önskar vidta åtgärder, exempelvis om de yttre förutsättningarna för- ändras. I alla händelser krävs att myndigheten är förutseende i sina instruktioner

till banken, vilka kan framföras via bolagsstämman eller genom representation i bankens styrelse, utan att opåkallat ingripa i bankens dagliga skötsel. Denna typ av frågor bör Krishanteringsmyndigheten närmare studera redan innan regelverket behöver tas i bruk.

Vid bankproblem som föranleder offentlig administration uppkommer frågan om bankledningen ska få sitta kvar. Det kan finnas goda argument för att byta ledning.

Vid bankproblem som föranleder offentlig administration uppkommer frågan om bankledningen ska få sitta kvar. Det kan finnas goda argument för att byta ledning, till exempel kan ledningen normalt anses ha förbrukat sitt förtroende eller kan ledningen, i värsta fall, ha privata eller andra skäl för att inte agera på ett konstruktivt sätt i krishanteringen. Det finns dock även argument för att behålla åtminstone vissa nyckelpersoner, som kan stå till förfogandeför att behålla kontinuiteten i och kunskapen om bankverksamheten och kontakterna med kunder och borgenärer. En bedömning får rimligen göras från fall till fall.

Statens finansiella risktagande

STATENS ERSÄTTNINGSA NSVAR

Kommittén föreslår att staten, utöver generella skadeståndsrättsliga principer, ges ett ersättningsansvar mot borgenärerna i det fall staten driver banken vidare av systemskyddsskäl mot borgenärernas intresse. Staten föreslås även ges ersättningsansvar för utbetalningar från banken i de fall staten avvaktat med att införa betalningsstopp eller då partiella undantag från betalningsstoppet medges. Syftet med bestämmelserna är enligt utredningen att tillförsäkra borgenärerna ett skydd mot att vidkännas större förluster än som skulle blivit fallet vid en konkurs istället för offentlig administration.

Riksbanken instämmer i att borgenärerna till banker som omfattas av offentlig administration av systemskyddsskäl bör omfattas av ett skadeståndsskydd. Däremot anser Riksbanken att staten inte utöver detta ska behöva skydda borgenärerna.

Riksbanken instämmer i utredningens bedömning att borgenärerna till banker som omfattas av offentlig administration av systemskyddsskäl bör omfattas av ett skadeståndsskydd när Krishanteringsmyndigheten vidtagit uppenbart felaktiga åtgärder eller handlat försumligt. Däremot anser Riksbanken att staten inte utöver detta ska behöva skydda borgenärerna.

Riksbanken anser nämligen att fördelningen mellan å ena sidan statens och å

andra sidan borgenärernas och bankägarnas ansvar för uppkomna förluster är mycket svår att göra i praktiken. En svårartad störning i betalningssystemet orsakas typiskt av en kombination av svagheter i bankerna och omvärldsfaktorer. Även borgenärerna har ett ansvar eftersom de kan ha brustit i sin genomlysning av bankerna och givit en bank krediter för vilka de måste bära kreditförlustrisken. Vetskapen om att det skulle finnas ett strängt ersättningsansvar för staten i dessa situationer skulle kunna leda till att såväl banken som dess borgenärer gör en ofullständig riskbedömning.

STATLIGA KAPITALINSATSER I KRISBANKER

Kommittén har inte haft till uppgift att belysa och föreslå syften och former för statens kapitalinsatser i krisbanker. **Riksbanken** vill dock lyfta fram följande: I utvärderingen av statens insatser under 1990-talets bankkris har en lärdom varit att formerna för statens stöd hade stor betydelse för möjligheten till återvinning. Erfarenheterna från bankkrisen visar, att de vid detta tillfälle tydliga villkoren för statliga kapitalinsatser i bankerna dels reducerade efterfrågan på dylika, dels medverkade till att staten kunde återvinna merparten av insatserna (bland annat genom försäljning av aktieinnehav som stigit i värde).

Formerna för statens stöd under bankkrisen hade stor betydelse för möjligheten till återvinning. Tydliga villkor reducerade efterfrågan på stöd.

En bärande princip under bankkrisen var att i första hand låta bankägarna i de stödsökande bankerna bära kostnaderna för eventuella nedskrivningar av aktiekapitalet. Statens insatser bestod primärt av garantier och nytt eget kapital. Det statliga aktieägandet var inget självändamål utan ett sätt att tillgodogöra sig en potentiell värdestegring som kompensation för de risker staten ådrog sig genom sitt finansiella engagemang. Riksbanken finner det lämpligt att i regelverket för krishantering identifiera grundläggande principer för syftena med och formerna för kapitalinsatser från staten. Krishanteringen skulle därigenom underlättas genom att "spelreglerna" tydliggörs.

Övriga frågor

VÄRDERING AV TILLGÅNGAR OCH SKULDER I KRISBANKER

I situationer när det blir aktuellt för staten att besluta om offentlig administration och eventuell statlig garanti med mera måste en värdering av bankens tillgångar och skulder göras. Värderingen och de värderingsprinciper som tillämpas är av-

görande för bankens framtid och kostnadsfördelningen mellan bankens borgenärer, aktieägarna och staten. **Kommittén** har inte närmare preciserat några riktlinjer för hur värderingen ska gå till utan ansett att detta bör vara en uppgift för Krishanteringsmyndigheten. Mot bakgrund av erfarenheterna från 1990-talets bankkras vill dock **Riksbanken** rikta uppmärksamheten på följande två förhållanden.

Riksbanken delar kommitténs övergripande åsikt, att det är angeläget att snabbt vidta åtgärder för att avvärja en systemhotande konkurs i en bank.

För det första delar Riksbanken kommitténs övergripande åsikt, att det är angeläget att snabbt vidta åtgärder för att avvärja en systemhotande konkurs i en bank. Det är samtidigt svårt att vidta korrekta åtgärder när det saknas tillräcklig information om bankens totala finansiella ställning. För att få tillräcklig kunskap om denna måste först en värdering av bankens tillgångar och skulder göras, vilken kan ta ett par månader för en stor bank. Under den mellanliggande perioden måste ett antal åtgärder utföras, till exempel betalningsstopp, införande av statlig garanti, och utbetalningar till motparter, utan att bankens finansiella ställning går att fastställa. I efterhand kan det visa sig att den bristande informationen lett till felaktiga åtgärder som kan leda till krav på kompensation och rättställande åtgärder. Riksbanken ser ändå ingen annan lösning än den i betänkandet föreslagna, nämligen att – vid systemstörning – först besluta om offentlig administration och därefter utreda bankens finansiella ställning.

Riksbanken anser att det är angeläget att Krishanteringsmyndigheten utvecklar övergripande principer för värderingen av tillgångar och skulder och därmed av bankens totala ställning.

För det andra anser Riksbanken att det är angeläget att fastställa övergripande principer för värderingen av tillgångar och skulder och därmed av bankens totala ställning. Vid de värderingar som genomfördes under bankkrisen anlades ett framåtsyftande perspektiv på låneförlusterna och de stödsökande bankerna ålades att prognosticera dessa förluster för flera kommande år. En sådan värdering innebär sannolikt att bankens finansiella ställning kortsiktigt förvärras, men att förutsättningarna blir bättre för en långsiktig stabilisering. Denna framåtblickande genomgång är för övrigt nödvändig för att avgöra om banken är långsiktigt bärkraftig eller inte. I samband med värderingen kan aktieägarintresset komma i motsättning till statens intresse. En stark kortsiktig nedvärdering av bankens finansiella situation gör, å ena sidan, att aktiekapitalets nedskrivning blir större än vad som motiveras av bankens långsiktiga styrka. Å andra sidan kan en

sådan nedskrivning vara nödvändig för att staten (eller andra aktieägare) ska vara beredda att gå in med nytt aktiekapital.

För att undvika tidsförlust och osäkerhet i en krissituation är det viktigt att de grundläggande värderingsprinciper som ska användas – såsom exemplifierats ovan – utvecklas av Krishanteringsmyndigheten under "icke-kristid" och tillämpas generellt.

STÄLLANDE AV BETALNINGSGARANTI

Kommittén föreslår att staten ska kunna ställa betalningsgaranti för åtaganden som ingås under det att banken är föremål för offentlig administration. Syftet är att möjliggöra för banken att fortsätta sin verksamhet under ett skede när kreditörers och andra motparters förtroende för den är lågt. Däremot föreslås garantin inte gälla "retroaktivt", det vill säga åtaganden som ingåtts före den offentliga administrationen täcks ej (med undantag för vad som faller under insättskyddet). Skälet till begränsningen är att ge incitament för kreditörer till banker att fortlöpande bedöma bankens kreditvärdighet.

Riksbanken instämmer i att det under svårartade systemstörningar torde vara nödvändigt att ge statliga garantier för att upprätthålla förtroendet för bankerna och säkra betalningssystemets funktion. Kommitténs förslag att staten ska garantera fullgörandet av en banks förpliktelser från ett visst datum anser Riksbanken vara en tydligare och därmed bättre lösning än att, såsom under bankkrisen under 1990-talet, garantera fullgörandet av bankens förpliktelser oavsett när de uppkommit. Särskilt viktigt är att en begränsad garanti ger incitament för borgenärer att fortlöpande bedöma bankens kreditvärdighet eftersom de riskerar att vidkännas förluster även om en bank tas in under offentlig administration. Trots en sådan statlig garanti finns emellertid en risk att långivare till en bank under offentlig administration finner anledning att reducera sin kreditexponering gentemot denna. Existensen av den statliga garantin ger möjlighet för banken att istället erhålla krediter från andra långivare. Skulle ändå en likviditetsbrist uppstå kan den täckas genom lån från Riksbanken. I syfte att undvika ett omfattande utnyttjande av riksbankskrediter avser dock Riksbanken att sätta räntesatser och andra lånevillkor så att bankerna ges incitament att i första hand söka andra finansieringsalternativ. Riksbankens regler torde inte utgöra något hinder mot att ge likviditetslån under förutsättning att de omfattas av den statliga garantin, varigenom kreditförlustrisken för Riksbanken eliminerats. Det bör dock noteras att

Riksbanken anser att kommitténs förslag att staten ska kunna garantera fullgörandet av en banks förpliktelser från ett visst datum är en tydligare och därmed bättre lösning.

Riksbankens möjlighet att ge lån i utländsk valuta begränsas av Riksbankens egna reserver och upplåningsmöjligheter. I ett läge med brist på valuta kan Riksbanken istället ge kompensande kronlån, vilket innebär att vissa av de kunder som lånat i valuta hos den likviditetssökande banken skulle komma att tvingas omvandla sina lån till kronlån.

Kommittén anser, i vilket Riksbanken instämmer, att det är viktigt att redan i förväg ange tydliga kriterier för hur garantiavgiften ska sättas.

För de ställda garantierna ska, enligt utredningen, uttas en avgift som återspeglar förlustrisken för staten. Riksbanken anser att svårigheterna att fastställa förlustrisken under en bankkris är mycket stora och att en korrekt prissättning kan leda till så höga avgifter att bankerna inte kan bära dessa. Sätts avgifterna lägre uppstår fråga om subsidiering, vilket skulle förvrida konkurrenssituationen och dessutom bryta mot EU-regler. Kommittén anser, i vilket Riksbanken instämmer, att det är viktigt att redan i förväg ange tydliga kriterier för hur garantiavgiften ska sättas, till exempel med vägledning i befintlig statlig garantigivning. Riksbanken menar dock att befintliga regler ej tillräckligt beaktar de krissituationer som det här är fråga om, och att ytterligare analys behöver göras av garantiprissättningen för dessa förhållanden.

KAPITALTÄCKNING

Kommittén föreslår, att den statliga garantin för bankens (efter en viss tidpunkt tillkommande) åtaganden ska innebära att det lagstadgade kapitalkravet på 8 procent anses uppfyllt vid varje tidpunkt. Vid beräkningar av kapitalnivån ska denna, så länge statsgarantin är i kraft, anses vara exakt 8 procent oavsett riskportföljens sammansättning och storlek. Ett syfte med kommitténs förslag till regel om kapitaltäckning är att förhindra att kapitaltäckningskraven och reglerna för stora exponeringar ska leda till att banken plötsligt tvingas avyttra en betydande mängd tillgångar.

Riksbanken ifrågasätter om kapitaltäckningsförslaget är förenligt med internationella åtaganden.

Riksbanken har förståelse för syftena bakom kapitaltäckningsförslaget: att motverka en drastisk kreditätstramning under den period bankens ställning och faktiska kapitalbehov utreds och att motverka osund konkurrens. Riksbanken ifrågasätter dock om kapitaltäckningsförslaget är förenligt med internationella åtaganden (till exempel gentemot EU och G10/Baselkommittén). Dessutom ser Riksbanken, liksom kommittén, vissa risker med förslaget.


EU:s direktiv om kapitaltäckning, som bygger på överenskommelser inom

den så kallade Baselkommittén för banktillsyn (som består av G10-länderna), anger vad som får inräknas i kapitalbasen vid beräkning av hur kapitalkravet uppfylls. "Garantier" återfinns inte i listan över godkända kapitalkomponenter. Orsaken är att sådana strider mot reglernas anda eftersom kapitaltäckningen syftar till att banker ska tvingas hålla kapital (som har en anskaffningskostnad) i proportion till ingångna åtaganden för att därigenom begränsa och styra sin beredvillighet att ta risk. Om "garantier" skulle godkännas som likvärdigt med kapital skulle många bankägare, inte minst staten i många länder, kraftigt kunna sänka det inbetalda kapitalet och ersätta detta med garantier, som är billigare. Detta skulle leda till en uppenbar snedvridning av konkurrensen och till ökade risker i banksektorn.

Att genom lag stadga att den statliga garantin innebär 8 procents kapitaltäckning, oavsett riskportföljen, får konsekvensen att en bank under statsgaranti kan gå in i ett ökat risktagande utan att behöva ta hänsyn till någon kapitalbegränsning. Eftersom statlig garanti föreligger blir riskvikten för varje ny kredit noll procent och det tillkommande kapitalkravet därmed noll kronor. **Kommittén** har beaktat detta problem och anser att det är Krishanteringsmyndighetens skyldighet att säkerställa att en bank under offentlig administration inte missbrukar denna möjlighet till kreditexpansion. Kommittén anser det också vara angeläget att se till att banken prissätter nya krediter som om den hade ett faktiskt kapital på 8 procent att förränta enligt rådande marknadsläge. Härigenom motverkas osund konkurrens med de andra bankerna. Detta bör enligt **Riksbanken** vara en uppgift för Krishanteringsmyndigheten att bevaka. Det torde dock bli svårt för Krishanteringsmyndigheten att, utan att ingripa i bankens dagliga verksamhet, vilket vore olämpligt, precisera vilka krediter som bör ges utöver sedvanliga anvisningar om "sund kreditgivning".

Riksbanken ser dock inte något givet alternativ till förslaget. Internationell praxis, som kan anses ligga inom ramen för EU- och Baselreglerna, torde ge möjlighet att låta kapitaltäckningen ligga under 8 procent för en kortare period, sannolikt maximalt sex månader, utan att behöva dra ned på krediter och riskkoncentration, men denna respit måste användas för att vidta åtgärder som stärker kapitaltäckningen till lagstadgad nivå. En sådan lösning bör vara bättre än den föreslagna, dels för att den inte bryter mot internationella regler, dels för att den ger en klar vägledning för bankens skötsel. Inte minst tydliggör denna lösning behovet för den berörda banken

Internationell praxis som alternativ torde ge möjlighet att låta kapitaltäckningen ligga under 8 procent för en kortare period, men denna respit måste användas för att vidta åtgärder som stärker kapitaltäckningen.



att kontinuerligt se över kreditexponeringen så att inte kapitaltäckningsgraden sjunker ytterligare. För att lösa frågan om prissättning och konkurrensneutralitet med andra banker bör dessutom det "fiktiva" kapitalet som ska förräntas sättas högre än 8 procent eftersom genomsnittet för andra svenska banker de facto ligger högre. Detta avgör i sin tur vilken avkastning som måste reflekteras i prissättningen av krediter med mera.

Sammanfattning

- Riksbanken delar Banklagskommitténs övergripande bedömning att det föreligger behov av ett regelverk för att hantera banker i kris. Riksbanken anser dock att regelverket bör få en tydligare och mer begränsad tillämpning än vad kommittén föreslår. Således bör instrumenten offentlig administration och det fullständiga etablerandet av en Krishanteringsmyndighet endast användas i situationer där den finansiella stabiliteten är i fara. Därför avvisar Riksbanken utredningens förslag att även kunna använda dem när det enbart finns risk för kapitalförstöring i en enskild bank utan att systemfara identifierats.
- Riksbanken anser vidare att utredningen tolkat Riksbankens möjlighet att lämna nödkrediter alltför vitt i förhållande till gällande lag och avvisar därför förslaget på denna punkt.
- Riksbanken instämmer emellertid i utredningens analys såvitt gäller systemstörningar. Uppkommande problem i banker måste hanteras snabbt och med kraft. Kostnaderna för svåra störningar i den finansiella stabiliteten riskerar annars att bli stora. De instrument – offentlig administration av banker samt etablerandet av en Krishanteringsmyndighet – som föreslås, bedöms av Riksbanken, bland annat mot bakgrund av erfarenheterna från den svenska bankkrisen, som motiverade och lämpliga för ändamålet.
- Avslutningsvis tar Riksbanken i detta remissvar upp ett antal frågor, såsom Krishanteringsmyndighetens verksamhet, värderingsprinciper för krisbanker, statens ersättningsansvar, statlig betalningsgaranti, reglerna för kapitaltäckning med mera. Bland annat pekar Riksbanken på vissa problem som kan uppstå i den praktiska krishanteringen och föreslår ansatser för att lösa dessa.

Notiser

Kristina Persson ny vice riksbankschef

Riksbanksfullmäktige utsåg den 26 januari 2001 landshövdingen i Jämtlands län, Kristina Persson, till ny ledamot av Riksbankens direktion tillika vice riksbankschef.


Kristina Persson är född 1945 och civilekonom. Hon har bland annat arbetat i Finansdepartementet (1971–73), Institutet för Framtidsstudier (1973–76) och som TCO-ekonom (1986–93). Hon var riksdagsledamot 1993–95 och ledamot av finansutskottet. 1994–96 var hon ledamot av dåvarande riksbanksfullmäktige och 1995 ledamot av Europaparlamentet. Kristina Persson är vald för en period på sex år.

Kristina Persson tillträder sin befattning den 1 maj 2001. Under perioden fram till dess kommer hon att slutföra sitt uppdrag som landshövding i Jämtlands län.

Riksbanken stöder förslag om hantering av banker i kris – men bara vid systemkris

I sitt remissvar på Banklagskommitténs slutbetänkande säger Riksbanken att den delar bedömningen att det föreligger behov av ett regelverk för att hantera banker i kris. Inte minst erfarenheterna från bankkrisen under 1990-talet visar att det är viktigt att ha förberett att effektiva åtgärder kan vidtas snabbt, när en större kris i det finansiella systemet hotar. Därför stöder Riksbanken förslagen om att inrätta en Krishanteringsmyndighet och att kunna sätta krisbanker under offentlig administration.

Däremot avvisar Riksbanken förslaget att Krishanteringsmyndigheten och offentlig administration ska användas även i de fall när en enstaka bank har problem, utan att hota stabiliteten i det finansiella systemet. Riksbanken befarar, att



om banker kunde räkna med offentliga åtgärder vid begränsade kriser skulle risktagandet kunna öka på ett osunt sätt

Riksbanken avvisar förslaget att Riksbanken ska ge så kallade nödkrediter till banker även om det inte föreligger fara för störningar i det finansiella systemet,

Anders E. Borg ny rådgivare till Riksbanken

Riksbankens direktion utsåg vid sitt sammanträde den 1 februari 2001 Anders E. Borg till rådgivare åt direktionen. Anders E Borg kommer bland annat att ingå i den penningpolitiska beredningsgruppen och arbeta med penningpolitiska protokoll, inflationsrapporter och andra policydokument.

Anders E. Borg är för närvarande chef för avdelningen för makroekonomisk analys inom SEB. Han har tidigare arbetat i statsrådsberedningen samt varit chefekonom vid Transferator Alfred Berg och ABN Amro Bank i Stockholm.

Han tillträder tjänsten som rådgivare den 15 april 2001.

Riksbanksfullmäktige föreslår extra utdelning till staten

Riksbanksfullmäktige föreslår riksdagen att Riksbanken ska leverera in 8,2 miljarder kronor till staten för räkenskapsåret 2000. Att jämföra med 1999 då beloppet var 9,8 miljarder kronor. Utdelningen baseras på ett genomsnittligt resultat för de senaste fem åren. Totalt uppgick vinsten för 2000 till 20,3 miljarder kronor (3,9 för 1999). Resultatförbättringen förklaras främst av att marknadsvärdena i värdepappersportföljerna stigit till följd av sjunkande marknadsräntor och försvagad växelkurs för den svenska kronan.

En extra engångsutdelning om 20 miljarder kronor föreslås också. Förslaget har tillkommit efter en begäran från riksdagens finansutskott våren 2000 om en översyn av Riksbankens egna kapital. Sammanlagt skulle Riksbanken därmed leverera in 28,2 miljarder kronor till staten.



Kalendarium

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

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.

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


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

1999-07-01 Riksbanken fastställer referensräntan *diskontot* till oförändrat 1,0 procent.

1999-10-01 Riksbanken fastställer referensräntan *diskontot* till 1,5 procent med verkan fr.o.m. den 4 oktober 2000.

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.



2000-02-03 Riksbanken beslutar höja *reporäntan* från 3,25 till 3,75 procent att gälla fr.o.m. den 9 februari 2000.

2000-04-03 Riksbanken fastställer referensräntan *diskontot* till 2,5 procent med verkan fr.o.m. den 4 april 2000.

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.

Riksbanken yttrar sig

Avgivna yttranden

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 mervärdeskatteregler 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 värdepapperisering (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.

2001-01-25 Betänkandet Offentlig administration av banker i kris (SOU 2000:66). Avgivet till Finansdepartementet.

Tabeller

1	Riksbankens tillgångar och skulder	93
2	Penningmängd	94
3	Av Riksbanken bestämda räntesatser	95
4	Kapitalmarknadsräntor	95
5	Dagslåne- och penningmarknadsräntor	96
6	Internationella räntor och ränta på statskuldväxlar	97
7	Kronans kurs mot TCW-vägt index samt vissa valutakurser	98
8	Effektiv nominell växelkurs – TCW-vägt	99
9	Riksbankens svenska Primary Dealers (på valutamarknaden) terminsposition gentemot nedan angivna sektorer	99

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

1

Riksbankens tillgångar och skulder

Tillgångar. Miljoner kronor

		Guld	Inhemskastatspapper	Utlåning till penning-politiska motparter	Fordringar i utländsk valuta	Övriga tillgångar	Summa
1999	Sept	13 834	31 932	31 122	136 565	3 053	216 506
	Okt	13 834	31 728	31 929	135 222	2 220	214 933
	Nov	13 834	31 579	27 577	143 963	1 647	218 600
	Dec	14 774	28 998	45 633	137 967	1 393	228 765
2000	Jan	14 774	29 584	38 039	132 133	3 164	217 694
	Feb	14 774	28 833	39 558	126 231	2 984	212 380
	Mars	14 774	27 333	37 591	134 970	1 376	216 040
	April	14 774	27 087	35 410	139 563	2 817	219 651
	Maj	14 774	24 675	27 158	139 493	1 825	207 925
	Juni	14 774	23 672	34 045	133 170	1 979	207 640
	Juli	14 774	22 935	40 460	126 133	1 397	205 699
	Aug	14 774	22 691	38 197	132 165	1 933	209 760
	Sept	14 774	21 610	40 730	134 464	1 089	212 667
	Okt	14 774	21 610	36 054	140 628	3 422	216 488
	Nov	14 774	21 610	31 257	142 397	3 350	213 388
	Dec	14 774	20 303	43 189	140 272	1 344	219 882
2001	Jan	14 774	19 218	46 861	137 504	3 734	222 091

Skulder

		Utelöpande sedlar och mynt	Eget kapital	Skulder till penning-politiska motparter	Skulder i utländsk valuta	Övriga skulder	Summa
1999	Sept	85 070	60 487	97	14 395	56 457	216 506
	Okt	86 161	60 487	61	11 421	56 803	214 933
	Nov	88 375	60 487	86	12 113	57 539	218 600
	Dec	98 450	60 487	4 457	10 173	55 198	228 765
2000	Jan	90 463	60 487	469	9 616	56 659	217 694
	Feb	88 257	60 487	392	6 507	56 737	212 380
	Mars	88 737	60 487	454	9 185	57 181	216 044
	April	89 456	60 487	55	10 261	59 392	219 651
	Maj	89 202	63 466	56	9 186	46 015	207 925
	Juni	89 044	63 466	114	8 092	46 924	207 640
	Juli	88 355	63 466	73	6 295	47 510	205 699
	Aug	88 947	63 466	237	7 731	49 379	209 760
	Sept	89 732	63 466	19	10 751	48 699	212 667
	Okt	88 981	63 466	1 999	11 116	50 926	216 488
	Nov	90 530	63 466	231	8 905	50 256	213 388
	Dec	97 661	63 466	108	7 469	51 178	219 882
2001	Jan	91 489	63 466	290	8 633	58 213	222 091

2 Penningmängd

Stockuppgifter ultimo för perioden

	Miljoner kronor		Tolv månaders procentuell förändring		
	MO	M3	MO	M3	
1998 Jan	70 751	821 712	Jan	4,8	3,8
Feb	70 434	806 800	Feb	4,4	3,0
Mars	69 560	802 877	Mars	1,3	-0,6
April	70 181	807 368	April	4,0	2,4
Maj	70 783	814 796	Maj	4,8	2,6
Juni	71 118	829 968	Juni	4,4	2,8
Juli	71 369	835 079	Juli	6,9	5,5
Aug	73 042	835 199	Aug	6,4	3,9
Sept	71 954	838 568	Sept	5,6	4,8
Okt	73 041	846 579	Okt	6,5	5,9
Nov	73 929	852 805	Nov	6,0	5,6
Dec	78 139	843 416	Dec	5,1	2,1
1999 Jan	74 940	855 180	Jan	5,9	4,1
Feb	74 621	853 298	Feb	5,9	5,8
Mars	75 302	853 557	Mars	8,3	6,3
April	75 533	861 790	April	7,6	6,7
Maj	76 532	868 965	Maj	8,1	6,6
Juni	76 413	879 740	Juni	7,4	6,0
Juli	77 050	872 884	Juli	8,0	4,5
Aug	78 080	889 817	Aug	6,9	6,5
Sep	78 479	900 077	Sept	9,1	7,3
Okt	79 413	930 834	Okt	8,7	10,0
Nov	80 681	915 960	Nov	9,1	7,4
Dec	87 510	926 983	Dec	12,0	9,9
2000 Jan	82 625	929 003	Jan	10,3	8,6
Feb	81 421	930 617	Feb	9,1	9,1
Mars	81 352	924 490	Mars	8,0	8,3
April	81 853	946 288	April	8,4	9,8
Maj	82 113	964 551	Maj	7,3	11,0
Juni	81 666	933 106	Juni	6,9	6,1
Juli	81 637	924 248	Juli	6,0	5,9
Aug	82 499	929 259	Aug	5,7	4,4
Sept	83 182	945 672	Sept	6,0	5,0
Okt	82 993	942 114	Okt	4,5	1,2
Nov	84 239	946 657	Nov	4,4	3,4
Dec	80 148	946 104	Dec	1,9	2,1

3

Av Riksbanken bestämda räntesatser

Procent

	Datum	Reporänta	Inlåningsränta	Utlåningsränta		Datum	Diskonto
1996	09-25	5,05			1994	01-04	4,50
	10-09	4,95				07-04	5,50
	10-23	4,85				10-04	7,00
	10-30	4,60	4,25	5,75	1995	07-04	7,50
	11-27	4,35				10-06	7,00
		12-10		3,75	5,25	1996	01-03
	12-18	4,10			04-02		5,50
1997	12-17	4,35				07-02	4,50
1998	06-10	4,10				10-02	3,50
	11-04	3,85			1997	01-03	2,50
	11-18		3,25	4,75		1998	07-02
	11-25	3,60			1999		01-05
	12-16	3,40				04-06	1,00
1999	02-17	3,15	2,75	4,25		10-04	1,50
	03-31	2,90			2000	01-04	2,00
	11-17	3,25				04-04	2,50
2000	02-09	3,75				07-01*	2,00
	12-13	4,00	3,25	4,75			

* Den 1 juli 2000 tog Riksgäldskontoret över fastställande och publicering av diskontot.

4

Kapitalmarknadsräntor

Effektiva årsräntor till säljkurs. Månadsgenomsnitt, procent

		Obligationer emitterade av				Bostadsinstitut (Caisse)	
		Staten					
		3 år	5 år	7 år	9-10 år	2 år	5 år
1999	Jan	3,38	3,59	3,87	4,02	3,59	4,14
	Feb	3,36	3,67	4,01	4,18	3,52	4,13
	Mars	3,39	3,80	4,25	4,44	3,55	4,29
	April	3,12	3,53	3,99	4,24	3,26	3,99
	Maj	3,30	3,80	4,26	4,50	3,47	4,54
	Juni	3,72	4,28	4,67	4,87	3,82	5,09
	Juli	4,17	4,81	5,12	5,26	4,64	5,75
	Aug	4,43	5,09	5,39	5,49	5,02	6,15
	Sept	4,51	5,29	5,60	5,69	5,08	6,22
	Okt	4,70	5,53	5,83	5,92	5,22	6,33
	Nov	4,52	5,17	5,46	5,56	4,99	5,89
	Dec	4,61	5,26	5,49	5,59	5,05	5,93
2000	Jan	5,20	5,68	5,87	5,95	5,61	6,22
	Feb	5,36	5,76	5,86	5,90	5,81	6,35
	Mars	5,17	5,44	5,49	5,51	5,66	6,11
	April	5,04	5,36	5,41	5,42	5,50	6,04
	Maj	5,02	5,34	5,37	5,34	5,48	6,13
	Juni	4,94	5,16	5,17	5,13	5,39	5,94
	Juli	5,05	5,32	5,34	5,31	5,48	6,06
	Aug	4,91	5,25	5,32	5,31	5,31	5,97
	Sept	4,69	5,08	5,21	5,26	5,05	5,74
	Okt	4,56	5,01	5,18	5,23	4,90	5,66
	Nov	4,51	4,90	5,04	5,13	4,81	5,46
	Dec	4,39	4,60	4,74	4,92	4,69	5,19
2001	Jan	4,22	4,56	4,72	4,89	4,51	5,08

5

Dagslåne- och penningmarknadsräntor

Månadsgenomsnitt, procent

		Repo- ränta	Dags- låne- ränta	SSVX			Företagscertifikat	
				3 mån	6 mån	12 mån	3 mån	6 mån
1998	Jan	4,35	4,45	4,44	4,58		4,67	4,84
	Feb	4,35	4,45	4,36	4,54		4,56	4,73
	Mars	4,35	4,45	4,51	4,59	4,72	4,68	4,76
	April	4,35	4,45	4,50	4,61		4,66	4,76
	Maj	4,35	4,45	4,52	4,54	4,49	4,67	4,72
	Juni	4,16	4,28	4,23	4,23	4,29	4,39	4,38
	Juli	4,10	4,20	4,14	4,14		4,29	4,30
	Aug	4,10	4,20	4,23	4,26		4,37	4,39
	Sept	4,10	4,20	4,22	4,21	4,29	4,36	4,36
	Okt	4,10	4,20	4,20	4,18		4,36	4,34
	Nov	3,83	3,93	3,82	3,75		4,00	3,96
	Dec	3,51	3,61	3,45	3,51	3,53	3,65	3,69
1999	Jan	3,40	3,50	3,27	3,25		3,45	3,46
	Feb	3,30	3,40	3,14	3,16		3,31	3,35
	Mars	3,14	3,24	3,13	3,18	3,17	3,30	3,33
	April	2,90	3,00	2,87	2,90		3,04	3,07
	Maj	2,90	3,00	2,92	2,96	3,24	3,11	3,15
	Juni	2,90	3,00	2,97	3,03	3,37	3,18	3,22
	Juli	2,90	3,00	3,01	3,16		3,30	3,57
	Aug	2,90	3,00	3,00	3,20		3,32	3,77
	Sept	2,90	3,00	3,05	3,28	3,91	3,27	3,75
	Okt	2,90	3,00	3,23	3,55		3,87	4,00
	Nov	3,06	3,16	3,38	3,63	4,28	3,83	3,91
	Dec	3,25	3,35	3,41	3,73	4,24	3,71	3,95
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

6

Internationella räntor och ränta på statsskuldväxlar

Enkel årsränta. Månadsgenomsnitt, procent

		3-månadersplaceringar					6-månadersplaceringar				
		USD	DEM	EUR	GBP	SSVX	USD	DEM	EUR	GBP	SSVX
1998	Jan	5,52	3,45		7,42	4,44	5,58	3,54		7,41	4,58
	Feb	5,51	3,41		7,38	4,36	5,52	3,48		7,38	4,54
	Mars	5,56	3,46		7,41	4,51	5,60	3,58		7,42	4,59
	April	5,57	3,58		7,39	4,50	5,62	3,66		7,39	4,61
	Maj	5,57	3,54		7,34	4,52	5,64	3,65		7,32	4,54
	Juni	5,59	3,49		7,59	4,23	5,63	3,59		7,65	4,23
	Juli	5,57	3,47		7,66	4,14	5,64	3,56		7,71	4,14
	Aug	5,56	3,43		7,57	4,23	5,60	3,52		7,56	4,26
	Sept	5,39	3,42		7,32	4,22	5,30	3,48		7,18	4,21
	Okt	5,18	3,48		7,05	4,20	4,97	3,45		6,83	4,18
	Nov	5,24	3,56		6,79	3,82	5,06	3,51		6,55	3,75
	Dec	5,14	3,26		6,27	3,45	5,00	3,22		5,97	3,51
1999	Jan	4,88		3,04	5,74	3,27	4,89		2,99	5,52	3,25
	Feb	4,87		3,02	5,38	3,14	4,93		2,97	5,25	3,16
	Mars	4,89		2,98	5,26	3,13	4,97		2,93	5,17	3,18
	April	4,87		2,63	5,17	2,87	4,94		2,62	5,12	2,90
	Maj	4,90		2,51	5,20	2,92	5,01		2,51	5,18	2,96
	Juni	5,09		2,57	5,08	2,97	5,28		2,63	5,09	3,03
	Juli	5,22		2,61	5,03	3,01	5,53		2,81	5,21	3,16
	Aug	5,37		2,64	5,13	3,00	5,78		2,97	5,43	3,20
	Sept	5,48		2,66	5,29	3,05	5,87		3,03	5,68	3,28
	Okt	6,11		3,29	5,85	3,23	6,02		3,33	5,95	3,55
	Nov	6,01		3,38	5,72	3,38	5,96		3,40	5,88	3,63
	Dec	6,07		3,38	5,91	3,41	5,09		3,46	6,10	3,73
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

Kronans kurs mot TCW-vägt index samt vissa valutakurser

Månadsgenomsnitt

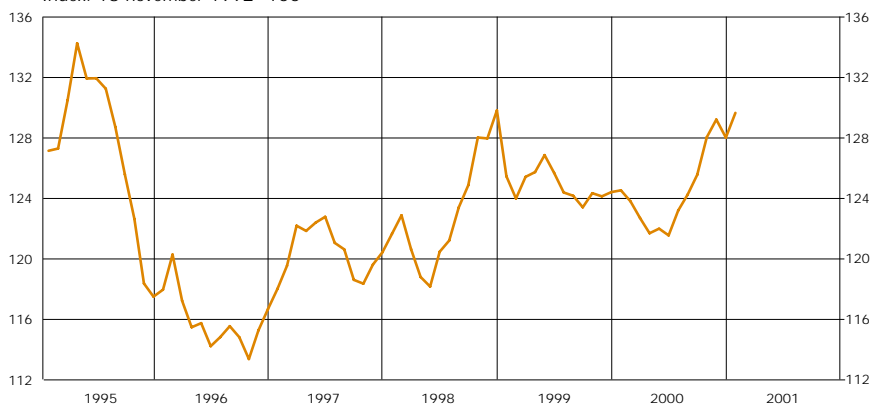
		TCW-index	SEK per			USD per		
			USD	100 DEM	EUR	100 JPY	DEM	JPY
1998	Jan	121,66	8,00	441,19		6,18	1,82	129,50
	Feb	122,89	8,08	445,30		6,43	1,81	125,69
	Mars	120,65	7,97	436,38		6,18	1,83	129,00
	April	118,81	7,82	431,28		5,93	1,81	132,13
	Maj	118,17	7,69	433,46		5,70	1,77	134,96
	Juni	120,47	7,91	441,36		5,62	1,79	140,15
	Juli	121,22	7,99	444,30		5,68	1,80	140,63
	Aug	123,41	8,13	447,56		5,61	1,79	144,68
	Sept	124,88	7,91	464,26		5,88	1,70	134,57
	Okt	128,03	7,85	479,02		6,49	1,64	120,78
	Nov	127,97	7,99	475,49		6,64	1,68	120,35
	Dec	129,83	8,05	482,79		6,86	1,67	117,24
1999	Jan	125,46	7,82	464,45	9,0838	6,92	1,69	113,16
	Feb	124,00	7,95	455,54	8,9096	6,82	1,75	116,72
	Mars	125,43	8,22	457,34	8,9447	6,87	1,80	119,64
	April	125,75	8,32	455,88	8,9162	6,97	1,83	119,72
	Maj	126,87	8,44	458,97	8,9766	6,93	1,84	122,05
	Juni	125,69	8,51	451,67	8,8338	7,05	1,88	120,76
	Juli	124,40	8,46	447,31	8,7485	7,07	1,89	119,54
	Aug	124,17	8,26	447,81	8,7584	7,29	1,84	113,25
	Sept	123,42	8,22	441,40	8,6330	7,67	1,86	107,01
	Okt	124,35	8,15	446,30	8,7289	7,69	1,83	106,03
	Nov	124,14	8,34	441,27	8,6305	7,96	1,89	104,70
	Dec	124,42	8,48	439,16	8,5892	8,27	1,93	102,59
2000	Jan	124,54	8,47	439,49	8,5956	8,07	1,93	105,10
	Feb	123,81	8,65	435,17	8,5112	7,91	1,99	109,45
	Mars	122,71	8,69	429,23	8,3950	8,16	2,03	106,38
	April	121,70	8,72	422,84	8,2700	8,28	2,07	105,53
	Maj	122,00	9,09	421,24	8,2388	8,41	2,16	108,28
	Juni	121,56	8,74	424,98	8,3118	8,24	2,06	106,11
	Juli	123,20	8,93	429,89	8,4080	8,28	2,08	107,90
	Aug	124,26	9,27	429,29	8,3962	8,58	2,16	108,13
	Sept	125,57	9,66	430,10	8,4121	9,05	2,24	106,76
	Okt	128,05	9,96	435,96	8,5266	9,19	2,29	108,45
	Nov	129,22	10,08	441,10	8,6271	9,25	2,28	108,91
	Dec	128,03	9,66	442,93	8,6629	8,62	2,18	112,11
2001	Jan	129,66	9,47	454,86	8,8963	8,11	2,08	116,78

Anmärkning. Bas för TCW-vägt index är den 18 november 1992.

8

Effektiv nominell växelkurs – TCW-vägt

Index: 18 november 1992=100



9

Riksbankens svenska primary dealers (på valutamarknaden) terminsposition gentemot nedan angivna sektorer

Miljoner kronor, ultimo för perioden

	Allmänhet		Utländsk bank	Riksbanken	Totalt
	Svensk (1)	Utländsk (2)	Netto (3)	Netto (4)	
1999					
Jan	-251 675	-11 774	117 395	0	-146 054
Feb	-252 950	-12 878	93 133	0	-172 695
Mars	-272 142	-11 752	131 858	0	-152 036
April	-274 127	- 9 540	127 642	0	-156 025
Maj	-289 324	- 4 744	150 131	0	-143 937
Juni	-283 220	- 1 091	129 813	0	-154 498
Juli	-279 761	- 2 317	147 386	0	-134 692
Aug	-271 051	4 393	143 815	0	-122 843
Sept	-262 300	-11 669	156 294	0	-117 705
Okt	-258 628	- 6 778	174 294	0	- 91 112
Nov	-272 818	327	185 332	0	- 87 159
Dec	-285 131	5 843	182 019	0	- 97 269
2000					
Jan	-316 818	14 641	186 082	0	-116 095
Feb	-311 986	12 019	198 174	0	-101 793
Mars	-305 951	7 131	201 270	0	- 97 550
April	-308 822	10 696	190 084	0	-108 042
Maj	-344 256	8 940	214 764	0	-120 552
Juni	-333 512	8 125	198 414	0	-126 973
Juli	-337 305	10 218	206 364	0	-120 723
Aug	-366 627	5 903	175 860	0	-184 864
Sept	-396 430	3 818	177 540	0	-215 072
Okt	-420 862	1 528	221 120	0	-198 214

Tidigare utgivna specialartiklar

Kronemissioner i utlandet	<i>Loulou Wallman</i>	1990:1
Valutamarknaden i april 1989 – en global undersökning	<i>Robert Bergqvist</i>	1990:1
Betalningsbalansen 1989	<i>Gunnar Blomberg</i>	1990:2
Återinvesterade vinstmedel och direktinvesteringstillgångar	<i>Fredrika Röckert</i>	1990:2
Utländsägandet – lagen om utländska företagsförvärv	<i>Per Arne Ström</i>	1990:2
Den internationella valutamarknaden 1989 och 1990	<i>Robert Bergqvist</i>	1990:3
Utvecklingen av valutaregleringen – effekter på lång och kort sikt	<i>Christina Lindenius</i>	1990:3
Kreditmarknaden t.o.m. tredje kvartalet 1990	<i>Marianne Biljer och Per Arne Ström</i>	1990:4
Färre lån och större amorteringar – Riksbankens hushållsenkät första halvåret 1990	<i>Anna Thoursie</i>	1990:4
Nya uppgifter om resevalutautflödet	<i>Fredrika Röckert</i>	1990:4
Bytesbalansen reviderad	<i>Fredrika Röckert</i>	1990:4
Competition and Regulation: Trends in financial systems	<i>David T. Llewellyn</i>	1990:4
Utländska bankfilialers lånemöjligheter i Riksbanken	<i>Loulou Wallman</i>	1991:1
EMU-processen under 1990 – en uppsummering	<i>Gustaf Adlercreutz</i>	1991:1
Den norska kronans koppling till ECU	<i>Christina Lindenius</i>	1991:1
Betalningsbalansen 1990	<i>Fredrika Röckert</i>	1991:2
Det svenska innehavet av utländska portföljaktier	<i>Martin Falk</i>	1991:2
Affärsbankernas resultatutveckling	<i>Bo Dahlheim, Peter Lagerlöf och Per Arne Ström</i>	1991:2
De internationella kapitaltäckningsreglerna – arbetet går vidare	<i>Göran Lind och Åke Törnqvist</i>	1991:2
Värna Valutafondens monetära roll!	<i>Margareta Kyhlberg</i>	1991:2
Finansbolagen – sektor i omvandling	<i>Marianne Biljer</i>	1991:3
Den svenska kronans koppling till ecu	<i>Hans Lindberg och Christina Lindenius</i>	1991:3
Privat ecu – egenskaper och utveckling	<i>Jonny Nilsson</i>	1991:3

Den internationella valutamarknaden 1990 och 1991 – EMS-blocket expanderar <i>Robert Bergqvist och Leif Johansson</i>	1991:4
EES-avtalet och Riksbanken <i>Jan Nipstad</i>	1991:4
Hushållsenkäten första halvåret 1991 <i>Siv Stjernborg</i>	1991:4
Riksbanken och primary dealers <i>Robert Bergqvist och Ann Westman Mårtensson</i>	1992:1
Ekonomisk och monetär union – startskottet i Maastricht <i>Gustaf Adlercreutz</i>	1992:1
Den europeiska monetära unionen – konvergenskrav och anpassningsbehov <i>Christian Nilsson</i>	1992:1
Kreditmarknaden 1991 <i>Marianne Biljer</i>	1992:2
Banksektorns resultatutveckling i Sverige och i övriga Norden <i>Bo Dahlheim, Göran Lind och Anna-Karin Nedersjö</i>	1992:2
Avreglering av certifikat- och obligationsmarknaderna i svenska kronor <i>Loulou Wallman</i>	1992:2
Utländska förvärv av aktier i svenska företag <i>Rolf Skog</i>	1992:2
EES-avtalet och de finansiella marknaderna <i>Jan Nipstad</i>	1992:2
Budgetunderskottet och finanspolitikens inriktning <i>Krister Andersson</i>	1992:3
Utlandets placeringar i svenska räntebärande värdepapper <i>Martin Falk och Tomas Niemelä</i>	1992:3
The Performance of Banks in the UK and Scandinavia: A Case Study in Competition and Deregulation <i>David T. Llewellyn</i>	1992:3
Den internationella valutamarknaden 1991 och 1992 <i>Marie Kjellsson</i>	1992:4
Valutamarknaden i april 1992 <i>Robert Bergqvist</i>	1992:4
Räntetrappan <i>Ann Westman Mårtensson</i>	1992:4
Kommunernas ekonomi <i>Maude Svensson</i>	1992:4
Östeuropas reformsträvanden <i>Christina Nordh</i>	1992:4
Penningpolitiska indikatorer <i>Yngve Lindh</i>	1993:1
Betalningssystemen i brytningstid <i>Hans Bäckström</i>	1993:1
Annus horribilis för EMU <i>Gustaf Adlercreutz</i>	1993:1
Betalningsbalansen 1992 <i>Martin Falk och Anders Lindström</i>	1993:2
Kreditmarknaden 1992 <i>Marianne Biljer och Johanna Jonsson</i>	1993:2
Utvecklingen i banksektorn 1992 <i>Bo Dahlheim, Göran Lind och Anna-Karin Nedersjö</i>	1993:2
Strukturell sparandebrist – ett långvarigt problem i svensk ekonomi <i>Annika Alexius och Gunnar Blomberg</i>	1993:2
Riksbankens hushållsenkät 1992 <i>Eeva Seppälä</i>	1993:2
Fördelar och nackdelar med EMU <i>Annika Alexius och Yngve Lindh</i>	1993:2
Konvergensprocessen i EG-länderna inför en ekonomisk och monetär union <i>Maria Landell och Magnus Lindberg</i>	1993:2

Kapitaltäckning för marknadsrisker	<i>Robert Bergqvist och Mats Ericsson</i>	1993:3
Värdepapperisering på den svenska kreditmarknaden	<i>Willem van der Hoeven</i>	1993:3
Statliga indexobligationer	<i>Kerstin Hallsten</i>	1993:3
Skattning av terminsräntor	<i>Lars E.O. Svensson</i>	1993:3
Den internationella valutamarknaden under 1992 och 1993		
	<i>Kerstin Mitlid och Karolina Björklund</i>	1993:4
Skuldsanering pågår	<i>Daniel Barr och Kurt Gustavsson</i>	1993:4
Kommer Sverige att gå Finlands väg?	<i>Maria Landell</i>	1993:4
Penningpolitiska styrmedel i EMU	<i>Kari Lotsberg och Ann Westman</i>	1993:4
Penningpolitikens effekter på räntebildningen	<i>Annika Alexius</i>	1994:1
Tillgångsprisernas roll i ekonomin	<i>Claes Berg och Mats Galvenius</i>	1994:1
Andra fasen i EMU-processen	<i>Louise Lundberg</i>	1994:1
Betalningsbalansen 1993 under rörlig växelkurs		
	<i>Anders Lindström och Tomas Lundberg</i>	1994:2
Utlandets innehav av svenska värdepapper	<i>Mattias Croneborg och Johan Östberg</i>	1994:2
Kreditmarknaden	<i>Johanna Jonsson</i>	1994:2
Utvecklingen i banksektorn 1993	<i>Göran Lind och Anna-Karin Nedersjö</i>	1994:2
Riksbanken och systemrisken i derivatmarknaden	<i>Marianne Wolfbrandt</i>	1994:2
Riksbanken reducerar kassakraven för bankerna till noll	<i>Kari Lotsberg</i>	1994:2
Riksbankens nya räntestyrningssystem	<i>Lars Hörngren</i>	1994:2
Hushållsenkäten	<i>Eeva Seppälä</i>	1994:2
Statsskulden, räntorna och utländska placerares beteende	<i>Thomas Franzén</i>	1994:3
Monetära index – indikatorer för penningpolitiken	<i>Bengt Hansson och Hans Lindberg</i>	1994:3
Sveriges nettoskuld till utlandet	<i>Robert Bergqvist och Anders Lindström</i>	1994:3
Riksbanken, RIX och systemrisken	<i>Daniel Barr</i>	1994:3
RIX – Riksbankens system för clearing och avveckling	<i>Bertil Persson</i>	1994:3
Den internationella valutamarknaden	<i>Martin Edlund och Kerstin Mitlid</i>	1994:4
Avkastningskurvan och investerarnas beteende	<i>Lars Hörngren och Fredrika Lindsjö</i>	1994:4
Direktinvesteringar – tolkning och innebörd	<i>Johan Östberg</i>	1994:4
Prisstabilitet och penningpolitik	<i>Urban Bäckström</i>	1995:1
Samordning av den ekonomiska politiken i EU	<i>Christina Lindenius</i>	1995:1
Bankernas inlåningsmonopol och konkurrensen om sparandet		
	<i>Daniel Barr och Lars Hörngren</i>	1995:1
Bankernas räntor och Riksbankens ränteanalys	<i>Anna-Karin Nedersjö</i>	1995:1
Riksbanken och valutamarknaden	<i>Robert Bergqvist och Ann Westman</i>	1995:1
Betalningsbalans 1994 – kapitalflöden och växelkurs		
	<i>Robert Bergqvist och Mattias Croneborg</i>	1995:2

Prisstabilitet och ekonomisk tillväxt	<i>Mats Galvenius och Yngve Lindh</i>	1995:2
Produktionsgap och inflation i ett historiskt perspektiv	<i>Mikael Apel</i>	1995:2
Kreditmarknaden 1994 – skuldsättningen minskar	<i>Felice Marlor</i>	1995:2
Bankerna och bostadsinstituten 1994	<i>Björn Hasselgren och Anna-Karin Nedersjö</i>	1995:2
Riksbankens hushållsenkät 1994 – ökat finansiellt sparande	<i>Hans Dillén</i>	1995:2
Penningpolitisk styrning i teori och praktik	<i>Lars Hörngren</i>	1995:3
Estimating Forward Interest Rates with the Extended Nelson and Siegel Method	<i>Lars E. O. Svensson</i>	1995:3
Hushållens sparande i privatobligationer	<i>Lotte Schou och Marianne Wolfbrandt</i>	1995:3
Turismen styr resevalutan	<i>Fredrika Röckert</i>	1995:3
Riksbanken och det europeiska monetära samarbetet	<i>Urban Bäckström</i>	1995:4
Strategi och instrument i etapp tre av EMU	<i>Claes Berg</i>	1995:4
EMU och sysselsättningen	<i>Krister Andersson och Anatoli Annenkov</i>	1995:4
EMU:s slutmål – en gemensam valuta	<i>Stefan Ingves och Agneta Brandimarti</i>	1995:4
EU, EMU och betalningssystemet	<i>Hans Bäckström</i>	1995:4
Hanteringen av bankkrisen – sedd i efterhand	<i>Stefan Ingves och Göran Lind</i>	1996:1
Kronans reala jämviktskurs	<i>Annika Alexius och Hans Lindberg</i>	1996:1
Snabba kast i internationella kapitalflöden	<i>Fredrika Röckert och Karin Stillerud</i>	1996:1
Den svenska derivatmarknaden domineras av ett fåtal aktörer	<i>Antti Koivisto och Marianne Wolfbrandt</i>	1996:1
"Herstatt-risken" och det internationella banksystemet	<i>Hans Bäckström</i>	1996:1
Penningpolitiska strategier för den Europeiska centralbanken	<i>Claes Berg</i>	1996:2
Producent- och importpriser samt KPI – starkt samband på disaggregerad nivå	<i>Hans Dellmo</i>	1996:2
Riksbankens hushållsenkät 1995: Nyupplåningen minskar	<i>Peter Lundkvist</i>	1996:2
Penningpolitik, inflation och arbetslöshet	<i>Mikael Apel och Lars Heikensten</i>	1996:3
Potentiell produktion och produktionsgap	<i>Mikael Apel, Jan Hansen och Hans Lindberg</i>	1996:3
Statens förändrade roll på finansmarknaderna	<i>Martin Blåvarg och Stefan Ingves</i>	1996:3
Sveriges utlandsskuld ur olika perspektiv	<i>Robert Bergqvist och Tomas Lundberg</i>	1996:4
Riksbankens räntestyrningssystem	<i>Karolina Holmberg</i>	1996:4
Strukturella perspektiv på de offentliga finanserna	<i>Johan Fall</i>	1996:4
Penningpolitiken och arbetslösheten	<i>Urban Bäckström</i>	1997:1
Macroeconomic indicators of systemic risk	<i>Felice Marlor</i>	1997:1
Strukturomvandlingen och prisbildningen	<i>Tor Borg och Mattias Croneborg</i>	1997:1
Elektroniska pengar – risker, möjligheter, frågetecken	<i>Hans Bäckström och Peter Stenkula</i>	1997:1

Har inflationsprocessen förändrats? <i>Claes Berg och Peter Lundkvist</i>	1997:2
Förväntningar om EMU och ränteutvecklingen <i>Hans Dillén och Martin Edlund</i>	1997:2
EMU 1999 – en lägesrapport <i>Jonas Eriksson och Loulou Wallman</i>	1997:2
Riksbanken hushållsenkät 1996: Nyupplåningen ökar <i>Peter Lundkvist</i>	1997:2
Den svenska repomarknaden <i>Christian Ragnartz och Johan Östberg</i>	1997:3/4
Floaten i betalningssystemet <i>Johanna Lybeck</i>	1997:3/4
Lärdomar av den nederländska modellen <i>Jonas A. Eriksson och Eva Uddén-Jondal</i>	1997:3/4
Kronans roll utanför EMU <i>Kerstin Mittlid</i>	1998:1
EMU snart verklighet – hur påverkas den ekonomiska politiken? <i>Lars Heikensten och Fredrika Lindsjö</i>	1998:1
Fem år med prisstabilitetsmål <i>Urban Bäckström</i>	1998:1
Samspelet för finansiell stabilitet <i>Göran Lind</i>	1998:1
Varför är det bra med en självständig Riksbank <i>Mikael Apel och Staffan Viotti</i>	1998:2
Ska Riksbanken bry sig om aktiepriser? <i>Ossian Ekdahl, Jonas A Eriksson och Felice Marlor</i>	1998:2
Valutakurser och valutaoptioner som EMU-indikatorer <i>Javiera Aguilar och Peter Hördahl</i>	1998:2
Value at Risk <i>Lina El Jahel, William Perraudin och Peter Sellin</i>	1998:2
Effektivitet i betalningssystemet – ett nätverksperspektiv <i>Gabriela Guibourg</i>	1998:3
Värdepapperisering – en framtida finansieringsform? <i>Martin Blåvarg och Per Lilja</i>	1998:3
Sambanden mellan konkurrens och inflation <i>Marcus Asplund och Richard Friberg</i>	1998:3
The New Lady of Threadneedle Street <i>Edward George</i>	1998:3
The inflation target five years on <i>Mervyn King</i>	1998:3
Kan man skapa ett globalt nätverk för betalningar? <i>Hans Bäckström och Stefan Ingves</i>	1998:4
Varför ska man använda ränteindex? <i>Christian Ragnartz</i>	1998:4
Internationella valutafondens utveckling och finansiella struktur <i>Maria Götherström</i>	1998:4
Riksbankens inflationsmål – förtydliganden och utvärdering <i>Lars Heikensten</i>	1999:1
Hedgefonder – orosstiftare? <i>Per Walter och Pär Krause</i>	1999:1
Optionspriser och marknadens förväntningar <i>Javiera Aguilar och Peter Hördahl</i>	1999:1
Managing and Preventing Financial Crises <i>Martin Andersson och Staffan Viotti</i>	1999:1
Den aktuella penningpolitiken <i>Urban Bäckström</i>	1999:2
Inflationsprognos med osäkerhetsintervall <i>Mårten Blix och Peter Sellin</i>	1999:2
Marknadsvärderad utlandsställning <i>Gunnar Blomberg och Johan Östberg</i>	1999:2
Därför har Sverige bytt stabiliseringspolitisk regim <i>Villy Bergström</i>	1999:2
Mot nya nationella och internationella bankregler <i>Göran Lind och Johan Molin</i>	1999:3

Valutareservens ränterisk	<i>Christian Ragnartz</i>	1999:3
Inflation Forecast Targeting	<i>Claes Berg</i>	1999:3
Den aktuella penningpolitiken	<i>Urban Bäckström</i>	1999:4
Olika sätt att bedriva inflationspolitik – teori och praktik	<i>Mikael Apel, Marianne Nessén, Ulf Söderström och Anders Vredin</i>	1999:4
Strukturella förändringar i banksektorn – drivkrafter och konsekvenser	<i>Per Lilja</i>	1999:4
Ekonomisk-politisk samordning i EU/EMU	<i>Lars Heikensten och Tomas Ernhagen</i>	2000:1
Finns det en "ny ekonomi" och kommer den till Europa?	<i>Jonas A Eriksson och Martin Ådahl</i>	2000:1
Makroindikatorer 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