



Penning- och valutapolitik

2001:2

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

- **Hur kan centralbanker främja finansiell stabilitet?** 5
Tor Jacobson, Johan Molin och Anders Vredin
Riksbanken arrangerade i januari en seminariedag på temat: "Vad kan centralbanker göra för att främja stabiliteten i det finansiella systemet?" Ett antal experter var inbjudna till diskussion. Inlägg, som Arnoud Boot, Philip Lowe och Arturo Estrella presenterade vid seminariet, publiceras i detta nummer av Penning- och valutapolitik. Denna artikel ger en introduktion till de frågor som behandlades vid seminariet.
- **Regulation and banks' incentives to control risk** 14
Arnoud W. A. Boot
Regulating a dynamic and competitive financial services industry is not easy. The author believes that regulation has to move in the direction of 'certification requirements' which will keep potential distortions to a minimum.
- **Maintaining financial stability: Possible policy options** 25
Philip Lowe
In today's liberalised environment waves of excess optimism can generate large financial cycles. In designing policy responses, the authorities need not only to think about how they might react once financial excesses are identified, but also about how the financial system and the macroeconomy can be made more robust.
- **Dealing with financial instability: The central bank's tool kit** 34
Arturo Estrella
Dealing with financial instability is a difficult and delicate task for a central bank. An examination of a dozen tools applied by central banks in twenty financial crises, infers that flexibility and creativity are important, and that there is no magic formula that will work in all cases all of the time.

Skattepolitiska utmaningar och prioriteringar	50
Robert Boije	
<i>Den kraftiga förbättringen av statsfinanserna under senare delen av 1990-talet har bidragit till ett stabilare makroekonomiskt klimat. Finanspolitiken står likafullt idag inför ett antal utmaningar såväl på kort som på lång sikt. Den fortgående internationaliseringen och dess effekt på skattebasernas rörlighet är ett exempel.</i>	
Fastighetsskattens roll i skattesystemet	79
Peter Englund	
<i>Få skattefrågor väcker så starka känslor som beskattningen av boendet. På senare tid är det särskilt fastighetsskatten som visat sig vara en politiskt het potatis. Främst har det handlat om effekterna av en konsekvent tillämpning av gällande system för fastighetsbeskattning när basen för skatten, till följd av stigande marknadsvärden, har ändrats.</i>	
Notiser	97
Kalendarium	99
Riksbanken yttrar sig	101
Tabeller	103
Tidigare utgivna specialartiklar	112

Hur kan centralbanker främja finansiell stabilitet?

AV TOR JACOBSON, JOHAN MOLIN OCH ANDERS VREDIN

Tor Jacobson och Anders Vredin är verksamma vid forskningsavdelningen och Johan Molin vid avdelningen för finansiell stabilitet.

Riksbanken arrangerade i januari 2001 en seminariedag på temat vad centralbanker kan göra för att främja stabiliteten i det finansiella systemet. Ett antal experter – såväl akademiker som ekonomer från andra centralbanker – var inbjudna till diskussion. Tre inlägg (av Arnoud Boot, Philip Lowe och Arturo Estrella) som presenterades vid seminariet publiceras i detta nummer av Penning- och valutapolitik. Syftet med vår artikel är att översiktligt introducera de frågor som behandlades på seminariedagen och förklara varför de är viktiga för centralbanker idag.

Bankernas roll

Riksbankens uppgifter är att upprätthålla ett stabilt penningvärde och att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende. Prisstabilitetsmålet har operationaliserats i form av ett explicit inflationsmål¹ som är välkänt för allmänheten och de åtgärder som Riksbanken vidtar för att nå detta mål är föremål för stor uppmärksamhet och debatt. Riksbankens ansvar för betalningsväsendet har inte definierats lika tydligt och denna uppgift har heller inte diskuterats lika mycket. Det finns emellertid många viktiga och intressanta frågor som behöver analyseras inom detta område.

Eftersom banker spelar en central roll i betalningsväsendet, ligger det nära till hands att likställa ett säkert och effektivt betalningsväsende med att banksystemet är säkert och effektivt. Redan vid en sådan relativt snäv tolkning av uppgiften när det gäller betalningsväsendet inställer sig en rad frågor. En fråga, som blir alltmer

Författarna vill tacka Sonja Daltung och Staffan Viotti för värdefulla diskussioner.

¹ Målet för penningpolitiken är att begränsa den årliga inflationen, mätt med konsumentprisindex, till 2 procent \pm 1 procentenhet.

Ett sätt att övergripande definiera Riksbankens ansvarsområde skulle kunna vara att säga att banken har ansvar för att betalningssystemet fungerar effektivt.

så omfattande verksamhet att de är känsliga för störningar i det finansiella systemet som helhet. Gränsen mellan betalningsväsendet och resten av det finansiella systemet är därför inte så lätt att dra. Riksbanken brukar också, i likhet med andra centralbanker, uppfatta sin uppgift som att man jämte prisstabilitet har ett ansvar för ”finansiell stabilitet”, vilket antyder att ansvaret går utöver det att bara omfatta banksystemet. Ett sätt att övergripande definiera Riksbankens och andra centralbankers ansvarsområde skulle kunna vara att säga att de har ansvar för att betalningssystemet fungerar effektivt. Förtroende för att betalningsmedlen bibehåller sitt värde kan ses som nödvändigt för att uppnå detta mål. Detta skulle i sin tur motivera målen om stabilitet i den allmänna prisnivån och i betalningssystemet.

Centralbankers mål och medel

En fråga som är viktig att analysera och diskutera är huruvida det finns konflikter mellan en centralbanks olika mål.

väsande (eller säkra och effektiva banker om man så vill). Genom allehanda regleringar vore det i princip möjligt att åstadkomma ett fullständigt säkert och stabilt betalningsväsende, men detta skulle inte vara ett effektivt finansiellt system. En viktig uppgift för det finansiella systemet är att åstadkomma en effektiv spridning av risker, men inte att minimera risker till vilket pris som helst.

För det andra är det inte självklart att målen om prisstabilitet och finansiell stabilitet alltid är förenliga. Åtminstone innan en grundligare analys har gjorts, är det möjligt att tänka sig att åtgärder vidtagna för att stabilisera den allmänna prisnivån i vissa lägen skulle kunna medföra svårigheter för bankerna och därmed ökad risk för finansiell instabilitet.

Andra frågor gäller centralbankers ansvar och befogenheter. Vad förväntas de egentligen göra för den finansiella stabiliteten och vilka verktyg förfogar de över? I Sverige, liksom i många andra länder, finns en särskild myndighet med ansvar att bevaka bankerna, nämligen Finansinspektionen. En annan intressant



fråga gäller sålunda hur ansvaret mellan en centralbank och en finansinspektion ska fördelas. Ett sätt att bilda sig en uppfattning i dessa frågor är att studera hur lagstiftaren resonerat, det vill säga se efter vilka befogenheter centralbanken enligt lagen har idag.

Riksbanken har ett så kallat sedelmonopol; endast Riksbanken har rätt att ge ut sedlar och mynt. Dessa betalningsmedel är enligt riksbankslagen ”lagliga betalningsmedel” – den anglosaxiska termen är ”legal tender” – vilket ger dem en viss konkurrensfördel gentemot andra (privat producerade) betalningsmedel (checkar, kreditkort och dylikt).

Riksbanken har rätt att köpa och sälja svenska statspapper och andra värdepapper och att ge egna krediter. Kredit ska normalt ges mot säkerhet, men om det finns ”synnerliga skäl” får kredit ges till institut som står under Finansinspektionens tillsyn på ”särskilda villkor” (så kallade nödkrediter). Riksbanken får även medverka i betalningsavveckling (mellan banker) och i ett sådant system ge kredit under dagen (mot säkerhet). I grova drag skulle man kunna säga att Riksbanken har ansvaret för att landet har en effektiv försörjning med betalningsmedel – ibland kallat ”likviditet” – och att detta omfattar såväl kontanter som andra former av betalningsmedel (olika former av kortfristiga krediter).

Riksbanken har ansvaret för att landet har en effektiv försörjning med betalningsmedel, detta omfattar såväl kontanter som andra former av betalningsmedel.

Vad menas med finansiell stabilitet?

Ett sätt att precisera Riksbankens politik för finansiell stabilitet (och en definition som banken själv använt sig av) är att säga att banken ska vidta de åtgärder som behövs för att undvika en bankkris. Vilken koppling finns det mellan denna definition och resonemangen om mål och medel ovan? Kopplingen är inte svår att se om vi i detta sammanhang uppfattar bankkris som mer utbredda likviditetsproblem i banksystemet än problem för en enskild bank. Historiska erfarenheter, främst från andra länder än Sverige, tyder dock på att en kris för en enskild bank kan ge spridningseffekter till andra banker. Centralbanker har därför haft en benägenhet att ingripa även när enskilda banker haft problem, ”too big to fail”-syndromet. (Arturo Estrellas uppsats ger en beskrivning av några erfarenheter från USA.)

Historiska erfarenheter visar att en kris för en enskild bank kan ge spridningseffekter till andra banker.

Det är uppenbart att Riksbanken och andra centralbanker genom sina monopol på produktion av lagliga betalningsmedel har kapacitet att fungera som

Genom sitt monopol på produktion av lagliga betalningsmedel har Riksbanken kapacitet att fungera som "lender of last resort" – också till banksystemet som helhet.

"lender of last resort" både till en enskild bank med likviditetsproblem och till banksystemet som helhet. Det är alltså lätt att inse att man på detta sätt kan främja ett säkert betalningsväsende. Men det är också lätt att inse att detta kan leda till effektivitetspro-

blem. Utan restriktioner på bankernas verksamhet skulle de kunna frestas att ta alltför stora risker om centralbanker erbjöd ett kostnadsfritt eller subventionerat skyddsnet. Bankernas finansiärer och kunder skulle också kunna ha för små incitament att bevaka bankernas risktagande. Av dessa skäl kan man se det som logiskt att rollen som "lender of last resort" kompletteras med instrument som gör det möjligt att övervaka bankernas verksamhet och vid behov även ingripa. Även om syftet med övervakningen och eventuella ingripanden ytterst är att undvika en bankkris, kan åtgärder vara befogade i förebyggande syfte innan en bankkris har uppstått. Därför följer centralbanker kontinuerligt utvecklingen på de finansiella marknaderna och avväger sina åtgärder med viss hänsyn tagen till konsekvenserna vad gäller stabiliteten i det finansiella systemet. De instrument och metoder som finns tillgängliga för att mäta graden av finansiell stabilitet är dock långt ifrån fulländade. Det finns emellertid anledning att vara optimistisk om att utvecklingsarbetet av finansiella indikatorer och "early warning systems" kommer att ge centralbanker mer användbara verktyg i framtiden.

Riksbankens medel mot finansiell instabilitet

Som ovan nämnts är det i Sverige, liksom i många andra länder, Finansinspektionen som har huvudansvaret för tillsynen över bankerna. Emellertid har även Riksbanken flera instrument till sitt förfogande för att påverka villkoren för bankernas verksamhet. Riksbanken kan förändra villkoren för de lån som ges till bankerna. Den så kallade reporäntan beskrivs ofta som Riksbankens viktigaste penningpolitiska instrument; räntan på de krediter som Riksbanken ger i form av återköpsavtal uppfattas numera som det viktigaste medlet för att uppfylla prisstabilitetsmålet. Detta hindrar inte att reporäntan i vissa situationer skulle kunna användas även för att främja den finansiella stabiliteten. Villkoren för lån till banker kan emellertid också ändras på andra sätt, till exempel genom att variera kraven på säkerhet, såväl på reporna som på de intradagslån som ges när Riksbanken deltar i betalningsavveckling mellan bankerna. I nödfall kan Riksbanken som nämnts ge krediter till enskilda institut "på särskilda villkor" och dessa villkor kan



bestämmas från fall till fall. Att Riksbanken agerar ”lender of last resort” på detta sätt är emellertid synnerligen ovanligt.

Utöver villkoren för de krediter man ger, har Riksbanken ett antal andra instrument till sitt förfogande. Riksbanken får uppställa kassakrav (placeringar i Riksbanken med eller utan ränta). Riksbanken har lagligt stöd

att begära de uppgifter från bankerna som den behöver för att övervaka betalningssystemets stabilitet. Riksbanken får göra en framställning till regeringen med förslag om ändring av lag eller författning inom sitt ansvarsområde. I princip har alltså Riksbanken befogenheter att vidta åtgärder som skulle kunna få stora konsekvenser för bankernas verksamhet.

I praktiken arbetar Riksbanken med att främja säkerheten och effektiviteten i banksystemet på framförallt tre sätt. För det första ger Riksbanken löpande krediter till bankerna dels räntefritt under dagen i det system för betalningsavveckling mellan bankerna som Riksbanken driver, dels krediter över flera dagar till reporäntan. För det andra deltar Riksbanken, tillsammans med Finansinspektionen, i ett internationellt samarbete som syftar till att ta fram gemensamma och ändamålsenliga regler (eller snarare rekommendationer till regler) för vilka krav som ska ställas på bankernas egna kapital (i förhållande till deras utlåning och dess riskprofil).² För det tredje sammanställer Riksbanken (liksom Finansinspektionen) information om utvecklingen i det svenska finansiella systemet, med tonvikt på banksystemet. Informationen analyseras kontinuerligt och slutsatserna redovisas i olika rapporter; Riksbanken publicerar för närvarande två så kallade stabilitetsrapporter per år.


Informationsinsamling och analys kan möjligen uppfattas som ett relativt svagt instrument. Om man betänker varför myndigheter överhuvudtaget givits ett ansvar för att bevaka och reglera det finansiella systemet

framstår emellertid produktion av information om det finansiella systemet som oerhört viktig för systemets effektivitet och säkerhet. Finansiella marknader spelar viktiga roller i moderna marknadsekonomier för att de tillhandahåller betalningsmedel och för att de sammanför de som efterfrågar krediter med dem som kan

Riksbanken har i princip befogenheter att vidta åtgärder som skulle kunna få stora konsekvenser för bankernas verksamhet.

Produktion av information om det finansiella systemet framstår som oerhört viktig för systemets effektivitet och säkerhet.

² I januari 2001 presenterade Baselkommittén för banktillsyn vid Bank for International Settlements, BIS, ett förslag på ny utformning av 1988 års kapitaltäckningsregler. Den bärande idén i de nya reglerna är en starkare koppling mellan bankernas verksamhetsrisker och deras kapitaltäckning. Information om förslaget återfinns på <http://www.bis.org/publ/bcbsca.htm>.



erbjuda krediter. Ett stort problem på dessa marknader, som banker och andra finansiella intermediärer finns till för att lösa, är förekomsten av ”asymmetrisk information”. Låntagare har bättre information om sin egen betalningsförmåga än långivare. Detta kan leda till att det genereras för lite eller för mycket utlåning och till att risktagandet blir för stort eller för litet. Till viss del är informationsproblemen genuina i så måtto att de inte helt kan elimineras genom att en offentlig institution samlar in och sprider information. Men det är också uppenbart att centralbanker (och finansinspektioner), både genom sitt aktiva deltagande på de finansiella marknaderna och genom den lagstadgade rätten att samla in uppgifter från andra aktörer, har instrument till sitt förfogande som ger dem unika möjligheter att sammanställa och sprida värdefull information. När denna information kommer bankerna och deras ägare och kunder till del, kan de välja att ändra sitt beteende. Den anglosaxiska termen för denna indirekta påverkan som centralbanker utövar är ”moral suasion”.

Det finns uppenbara kopplingar mellan målen om prisstabilitet och ett effektivt och säkert betalningsväsende.

Sammanfattningsvis kan man säga att Riksbanken – och andra centralbanker – har till uppgift att upprätthålla ett effektivt betalningssystem, och att man fullgör denna uppgift dels genom att producera egna betalningsmedel, dels genom att övervaka och informera om den privata produktionen av betalningsmedel. Det finns uppenbara kopplingar mellan målen om prisstabilitet och ett effektivt och säkert betalningsväsende. Målet om prisstabilitet är att upprätthålla ett stabilt värde på de betalningsmedel Riksbanken själv producerar, vilket kan uppfattas som en förutsättning för en effektiv användning av desamma. En annan koppling är att Riksbankens huvudsakliga instrument för att påverka den allmänna prisnivån påverkar villkoren för bankernas upplåning i Riksbanken och kan därmed ha betydelse för den finansiella stabiliteten. Även om det alltså går att förstå vad centralbanker kan göra för den finansiella stabiliteten på detta övergripande plan, kvarstår många frågor när det gäller den konkreta utformningen av Riksbankens och andra centralbankers åtgärder.

Slutsatser från seminariedagen

Syftet med det seminarium som Riksbanken anordnade i januari 2001 var att i första hand få följande frågor belysta och diskuterade:

- Hur kan regler utformas som gör det möjligt att förebygga kriser i betalningssystemet (framförallt för bankerna)?

- Går det att identifiera omständigheter under vilka den makroekonomiska utvecklingen kan leda till ökade risker för finansiell instabilitet, även när banker följer uppställda regler?
- Går det att identifiera ”bubblor” på kredit- och tillgångsmarknader som centralbanker bör försöka motverka?
- Givet att åtgärder är befogade, räcker det med ”moral suasion” eller behövs andra medel och i så fall vilka? Mer specifikt, bör räntevapnet – som normalt förknippas med prisstabilitetsmålet – användas för att förbättra den finansiella stabiliteten?

Även om dessa frågor har stort principiellt intresse, var valet av dem självfallet påverkat av de konkreta beslutsproblem Riksbanken stod inför under 2000.

Det torde knappast förvåna någon att diskussionerna under seminariet kom att gälla även andra frågor än dessa, eller att några enkla och entydiga svar inte producerades. Vi ska avslutningsvis kort introducera bidragen från Arnoud Boot, Philip Lowe och Arturo Estrella.

Arnoud Boot inleder sin artikel med att konstatera att dagens finansiella marknader präglas av hög förändringstakt mot en allt större komplexitet. I skenet av detta frågar sig författaren hur framtidens bankreglering bäst bör utformas för att tillgodose kraven på finansiell stabilitet, effektiv konkurrens samt rättvisa villkor för aktörernas deltagande på marknaden (level playing field). Slutsatsen som förs fram är att regleringen bör syfta till en certifiering för bankerna att delta på marknaden, snarare än att försöka optimera kapitalkravens storlek. Tillsynen bör inriktas på att kontrollera att bankernas riskhanteringssystem och kreditbeviljningsprinciper är adekvat utformade. Boot menar att vissa inslag i förslaget till revidering av Baselkommitténs kapitaltäckningsregler kan tolkas som ett steg i denna riktning.

Philip Lowe menar i sitt bidrag att även om mätning av finansiella systemrisker i grunden är vanskligt, så är det inte omöjligt. Identifiering av finansiella bubblor kan visserligen endast göras ex post; ”det var en bubbla, eftersom den sprack”. Riskmätning bör emellertid fokusera på vad utvecklingen på tillgångs- och kreditmarknaderna säger om eventuella öknings- och osäkerheten (variansen eller spridningen) om framtida ekonomiska utfall. Lowe nämner några

Arnoud Boot konstaterar att bankreglering bör syfta till en certifiering för bankerna att delta på marknaden, snarare än att försöka optimera kapitalkravens storlek.

Philip Lowe menar att riskmätning bör fokusera på vad utvecklingen på tillgångs- och kreditmarknaderna säger om eventuella öknings- och osäkerheten om framtida ekonomiska utfall.

indikatorer som kan vara viktiga att följa i detta syfte. Speciellt tar han upp den ”besvärliga treenigheten”; snabb ökning av relationen mellan utestående kredit och bruttonationalprodukten, snabba prisstegringar för kommersiella fastigheter, samt en kraftig ökning av kvoten mellan nybyggnation (och möjligen också investeringar) och bruttonationalprodukten. När detta sker samtidigt är det enligt Lowe tecken på ökad risk.

Givet att en förhöjd risknivå kan urskiljas utifrån kriterier av ovanstående slag, vilka medel står då centralbanken till buds i syfte att rätta till obalanserna? När ska de sättas in och på vilket sätt? Lowe tar även upp dessa frågor.

Arturo Estrellas bidrag klassificerar tolv redskap, eller åtgärder, som en centralbank kan använda mot finansiell instabilitet.

Liknande frågeställningar återkommer i Arturo Estrellas bidrag. Här klassificeras tolv redskap, eller åtgärder, som en centralbank kan använda mot finansiell instabilitet. Estrella delar in dessa redskap i tre kategorier; handlingar direkt riktade mot enskilda institut (targeted actions), allmänna handlingar som exempelvis penningpolitiska åtgärder (generalized tools), samt informationsredskap (moral suasion). Uppsatsen avslutas med en genomgång av 20 fallstudier av bankproblem med systemhotande karaktär där ansvariga myndigheter tillgripit olika kombinationer av de tolv redskapen. Mest frekventa kategorin är direkt riktade åtgärder. Penningpolitiska (generella) åtgärder har använts sparsamt och detta gäller även informations-spridning, även om betydelsen av ”moral suasion” tycks ha ökat på senare tid. En slutsats är avsaknaden av patentmedicin. Lyckosamma utfall av krisituationer kräver flexibilitet och kreativitet, vilket stämmer väl överens med erfarenheterna från den svenska bankkrisen för snart tio år sedan.

Sammantaget gav seminariedagen en förhållandevis optimistisk, om än nyanserad och problemorienterad, beskrivning av hur centralbanker kan främja finansiell stabilitet. Vad gäller frågan om en eventuell konflikt mellan målen om prisstabilitet och finansiell stabilitet redovisades flera argument som skulle kunna tolkas som att detta inte behöver vara något stort problem. Ett argument är att omfattande bankkriser ofta varit resultatet av en misslyckad makroekonomisk politik och att en penningpolitik inriktad mot prisstabilitet minskar sådana risker. Ett annat argument är att centralbanker uppenbarligen har många olika instrument till sitt förfogande, vilket borde göra det möjligt att verka för båda målen – prisstabilitet och finansiell stabilitet – samtidigt. Om dessa uppgifter ses som delmål av en mer övergripande målsättning om effektivitet i betalningssystemet, blir det också mindre relevant att tala om en konflikt mellan delmålen.³ Av diskussioner-

³ Denna aspekt diskuteras i det inledande kapitlet i Challenges for Central Banking, A.M. Santomero, S. Viotti och A. Vredin (red.), Kluwer Academic Publishers, 2001.



na på seminariet att döma skulle avvägningen mellan säkerhet och effektivitet i betalningssystemet kunna vara ett större problem. Det är svårt att definiera den optimala graden av reglering av finansiella intermediärer och det gäller att se till att ambitionen att skydda samhället från bankkriser inte leder till ett för stort eller för lågt risktagande, eller till andra ineffektiviteter.



Regulation and banks' incentives to control risk

BY ARNOUD W. A. BOOT

University of Amsterdam, Faculty of Economics and Econometrics.

Introduction

A more competitive and dynamic environment may not be compatible with traditional regulatory structures.

non-banking financial institutions and the continuous barrage of new product innovations have fundamentally changed the landscape of financial services. In fact, the traditionally stable pillars of the financial system, institutions (what is a bank?), distribution channels and products are all in flux. This more competitive and dynamic environment may not be compatible with traditional regulatory structures. The key question is how to adapt the regulatory framework to the increasingly competitive environment of banking. In a less orthodox terminology, how do we regulate a moving target?

One needs to recognize that eroding margins and fierce competition can undermine stability.

This question is quite complex. The dynamic environment of today puts the notions of regulatory arbitrage and level playing field high on the agenda. Competitiveness needs to be preserved, and the possibility of bypassing regulation (regulatory arbitrage) needs to be recognized. The picture is even more complicated because stability and competitiveness are likely to be conflicting rather than complementary objectives, thus presenting regulators with a difficult trade-off. In particular, one could argue that restrictions on competition would improve banks' profitability, reduce failure rates and hence safeguard stability (Keeley (1990)), and (Demsetz, Saldenbergh and Strahan (1996)). While I do not want to carry this argument too far (lack of competition could negatively affect the vitality of an institution in the long run), one needs to recognize that eroding margins and fierce competition can undermine stability.



Against this backdrop we need to evaluate what central banks and regulators can do about financial instability. I focus on what type of regulation may help, and in particular on the effectiveness of capital regulation. Capital regulation is central to the rules adopted by the Bank for International Settlements, BIS, and also plays an important role in the new BIS proposals. It arguably is the most predominant form of regulation. In this evaluation, I abstain from discussing potential frictions with monetary policy issues; these are discussed in other contributions to this symposium.

The rest of this paper is organized as follows. In the next section, I address the question what is special about banks. In particular, what makes them warrant such “special” regulatory treatment? This question is particularly relevant given the changes in the competitive environment. After that I focus on whether banks have a selfish incentive to behave prudently. This is followed by a section asking the question what we would really want from regulation considering the competitive and dynamic environment of today. Subsequently, we discuss capital regulation followed by conclusions.

Are banks special?


The regulatory interference that characterizes banking suggests that banks are considered “special” or different from other firms. Obviously, regulation has made them special. But what is different about their operations

that justifies this “special” regulatory treatment? Many authors have tried to answer this question (see Freixas and Rochet (1997)). The general insight is that bank failures impose externalities, i.e. the social cost of a bank failure exceeds the private cost. One could point at the important role of banks in the payment system, as well as in the credit provision to small and medium-sized businesses. Moreover, of particular concern are linkages between banks. We can think about interbank balances (direct exposure) but also vaguer notion of “confidence”. A crisis in one bank may lead to confidence crisis in the banking sector as a whole, emphasizing the importance of systemic risk.

The direct source of instability in banking is often associated with the banks’ role in providing liquidity to depositors, particularly the vulnerability to runs rooted in the withdrawal-upon-demand and sequential-service-constraint features of the deposit

A crisis in one bank may lead to confidence crisis in the banking sector as a whole, emphasizing the importance of systemic risk.

A little uncertainty about the nature of a run may trigger a system-wide collapse or a panic.



contract. The fear is that excessive withdrawals would force a bank to liquidate assets and thereby incur substantial liquidation costs that undermine the bank's ability to honor its remaining deposits. The excessive withdrawals could be triggered by concern about the bank's well being. However, the bank's demise could then become a self-fulfilling prophecy: once a depositor thinks that others will withdraw, he will withdraw too. This is optimal given the presence of the sequential service constraint. These arguments explain potential runs on individual banks, but of real concern are systemic crises. Chari and Jagannathan (1988) show that a little uncertainty about the nature of a run may trigger a system-wide collapse or a panic. The social cost of bank failures may then be considerable.¹

The potential vulnerability of deposit-funded banks to runs and the banking system's vulnerability to panics are often used as motivation for regulation.

The potential vulnerability of deposit-funded banks to runs and the banking system's vulnerability to panics are often used as motivation for regulation, and in particular for deposit insurance (Diamond and Dybvig (1983)). But deposit insurance, DI, while safeguarding depositors, widens the gap in governance; depositors no longer have any incentive to monitor the bank. Therefore, it exacerbates the problem of excessive risk taking by bank managers since only the tax payer – the ultimate financier of the DI system – bears the consequences of any increase in downside risk. The existence of DI then necessitates *further* regulation, in particular on the lending side to contain the risk-taking incentives. These arguments help explain why extensive deposit guarantees – as observed throughout the world – have induced governments to severely regulate the banks' operations.

While important, the regulatory concerns are broader. The fact of the matter is that even ignoring the issue of deposit insurance arrangements, banks are often still considered “special” and bank failures socially costly. A bank safety net may then be *implicitly* present even in the absence of deposit insurance.

Do banks have an incentive to behave prudently?

It is important to realize that banks may well have an incentive to behave prudently. One mechanism is rooted in the banks' incentives to develop a reputation. A sufficient reputation could convince the market that a bank would not exploit

¹ Bhattacharya, Boot and Thakor (1998) provide a comprehensive overview of the rationales for regulation in the context of the fragility of financial intermediaries.



problems of unobservability and moral hazard.² Historically, monopolistic benefits provided banks with compelling incentives to follow low-risk strategies, despite the presence of deposit insurance. Market discipline was not necessary, and regulation and supervision were only of secondary importance; rents were the primary defense against moral hazard (see Keeley (1990)). With the dissipation of rents, rigid regulatory structures like the Glass Steagall Act in the U.S. were subjected to unique challenges. The viability of the financial system now hinged upon regulation and supervision.

But does the reputation mechanism work? I believe that reputation-building incentives have improved owing to changes in the banking business, partially alleviating the

Reputation-building incentives have improved owing to changes in the banking business.

increased pressures on regulatory design. What I have in mind is that the ever-increasing importance of credit ratings in banking suggests that reputation is gaining in importance.³ The important insight is that more recently, banking has been transformed from a solely “on-the-balance-sheet” business to one that is extensively “off-the-balance-sheet”. Guarantees, letters of credit, absorption of counter-party risk, and various other contingent liabilities are becoming increasingly important. A bank’s credibility in these activities depends to a large extent on its solidity, and thus reputation. Reputation-building incentives in banking therefore have improved, witness also the increased importance of credit ratings in banking. This is good news for regulators and for the regulatory design of banking in general. Prudent behavior might in fact be less at risk than suggested by the overly simplistic moral hazard story of deposit insurance.


What do we really want?

The preceding discussion implies that regulation has become more difficult, albeit the viability of the industry might depend less on (intrusive) regulation than often thought. An useful starting point for discussing a sensible

Regulation has become more difficult, albeit the viability of the industry might depend less on regulation than often thought.

² An important observation is that the banks’ reliance on deposit insurance fixes their costs of (insured) funds at the risk-free rate, and also guarantees the availability of those funds. Reputation then no longer benefits the banks’ costs or availability of funds, and the banks’ incentives to develop reputations would accordingly be diminished (see Boot and Greenbaum (1993)). Their prudential operation would then be compromised (unless Keeley’s (1990) monopoly rents are sizable).

³ This could be linked to Keeley’s (1990) analysis that showed that monopoly rents as a source of franchise value have become less important. My arguments suggest that reputation may have replaced monopoly rents as a source of franchise value.



regulatory structure is to ask the question: What do we really want? I would summarize it as “a healthy and competitive financial services sector that is minimally affected by regulation, and simultaneously is a source of stability and strength to the economy at large”.

In my view this means several things, including,

- limited dependence on regulation;
- more market discipline, better “early warning systems”;
- fewer interdependencies between banks (systemic risk!);
- low(er) impact of any one default;
- prudent but competitive and innovative positioning of financial institutions.


Regulation that seeks to induce the desired behavior is called “indirect regulation”.

In related work⁴, we have analyzed the type of regulation that is sustainable in the more competitive environment of today. What we showed was that traditional forms of regulation either stipulate behavior or seek to induce the desired behavior. The former is called “direct regulation”. A typical example of this type of regulation is the traditional separation of investment banking and commercial banking in the U.S. Regulation that seeks to induce the desired behavior is called “indirect regulation”. This alternative approach does not prescribe behavior (i.e., permissible activities), but rather establishes incremental price and non-price incentives that are designed to elicit socially desired choices by financial institutions. Ultimately, indirect regulation aims at making undesirable activities more expensive. Risk-based capital adequacy rules that seek to delicately fine-tune to the exact level of risk would be one example. Rather than prohibiting risky activities, they seek to mitigate risk-taking incentives by making risky lending more expensive to fund than safe lending. The problem here is, of course, fine-tuning the price incentives. As a further illustration, the indirect approach would sensitize deposit insurance premia to risk in order to encourage low-risk strategies, whereas the direct approach would prohibit high-risk strategies funded with insured deposits. In both cases, compliance would need to be monitored.

Indirect regulation has gained importance.

Both direct and indirect forms of regulation are costly, particularly in a more competitive environment where issues of a level playing field and regulatory-arbitrage become of primary concern. In particular, direct

⁴ See Boot et al. (2001).



regulation seems very costly in a competitive, rapidly changing environment. This regulatory structure runs the risk of being outdated constantly by new developments. Indirect regulation has thus gained importance, witness for example the increased emphasis put on further refining the risk-based capital requirements and other control instruments. But in a competitive environment, these control instruments must be delicately and constantly fine-tuned such that they do not cause competitive distortions. Hence, the applicability of the indirect, control-oriented approach to regulation is also strained. As a consequence, the effectiveness of both direct and indirect forms of regulation has suffered.

Against this backdrop, Boot, Dezelan and Milbourn (2001) recommend a shift to certification type regulatory structures, complemented with “compliance type” monitoring and timely non-discretionary intervention when needed.⁵ Such regulatory structure would basically seek to keep “lemons” out of the industry without trying to directly affect the behavior of institutions with delicate fine-tuning.⁶

The new framework for capital regulation and the potential dependence on internal risk models as suggested in the most recent BIS proposals could be interpreted as one manifestation of certification requirements (unless the ambition of the proposals is a delicate fine-tuning of the capital requirements).

I will now focus on capital regulation in more detail.

Risk-based capital requirements

A core element in the new and old BIS proposals are capital requirements (Estrella (1998)). Capital requirements do have adamant supporters. Blattner (1996) writes “I think that there are hardly any convincing alternatives to capital adequacy regulation. This type of banking regulation is probably the most convincing, not least on grounds of theoretical considerations.”

Others, however, cast some serious doubts on the presumption that capital adequacy rules will in-fact reduce failure risk of banks, despite their role as loss buffers. Given this debate, it makes sense to first see how proponents and opponents come to their conclusions. Subsequently, I will discuss what role I see for capital requirements.

⁵ Boot, Dezelan and Milbourn also include some discretionary regulatory elements. As a guardian of the integrity of the financial system, regulators may in exceptional cases have to intervene when they believe it is warranted.

⁶ In Boot, Dezelan and Milbourn (2000) the effect of competitiveness on the efficiency of direct and indirect types of regulation is analyzed.

Let's focus on two specifications that could produce opposite insights.

Why may capital requirements not work? The literature is ambivalent. As a general observation theoretical prescriptions are extremely sensitive to the agency or informational problems that the theoretician has chosen to model. This issue is particularly important because the model-specification flexibility is enormous. Let's focus on two specifications that could produce opposite insights.

One is a standard asset-substitution problem where shareholders are in control. An alternative is one where insiders provide effort, and this affects the overall risk of the institution.

One is a standard asset-substitution problem where shareholders are in control. More specifically, shareholders choose the level of risk. With this approach more capital discourages risk taking and thus is an effective instrument. An alternative modeling approach is one where insiders provide effort, and this affects the overall risk of the institution. It is assumed that these insiders are shareholders. In this formulation imposing capital requirements could be bad because more capital could force insiders to dilute their ownership claim in the bank. Insiders may then respond by reducing their effort choice. This happens because the insiders may have to invest their own resources (e.g. effort), while the benefits are now shared with new outside shareholders. This is a standard Jensen and Meckling (1976) agency problem, and was first used by Boot and Greenbaum (1993) in the context of capital adequacy regulation. The net result then is that capital regulation lowers monitoring incentives (the effort) and that therefore asset quality may deteriorate.

There are a few things we can say about the potential disappointing effectiveness of capital regulation. First, the formalization presumes a shareholder base that is actively involved in the management and/or supervision of the bank. While applicable in some cases, it does not seem to apply to banks in most countries. Second, market mechanisms may develop that reduce the inefficiency. This is a small hint at the Coase-theorem. One could think of reputational arguments that can mitigate incentives to engage in effort reduction. For example, initial owners only get full value for the shares they issue, if they can commit not to reduce effort subsequently. A bank that has to enter the market regularly may therefore want to establish "a reputation" for good behavior. Skeptics may, however, counter (rightfully so) that reputation arguments could be used to mitigate nearly any conflict of interest, and actually may suggest that we do not need capital adequacy regulations at all.

I tend to conclude that we should not expect a direct empirical validity for



our models on this subject. Actually, I would expect a non-monotonic effect of the level capital on risk taking. That is, I believe that it is unlikely that risk-taking incentives are monotonically decreasing in capital. At the extreme, with low or negative levels of capital, introducing a capital adequacy requirement will likely reduce incentives for “gambling for resurrection”. However, we may not expect that this behavior continues to improve for any further increase in capital.

With low or negative levels of capital, introducing a capital adequacy requirement will likely reduce incentives for “gambling for resurrection”.

On a more fundamental level capital regulation should in my view be seen as “a right to play”; that is, as a certification requirement. What this means is that a specific level of (risk-based) capital is enforced, but that this level of capital should normally not be binding. That is, a “normal” institution may privately choose *at least* that level of capital. The capital requirement is then basically intended to keep “lemons” out.

On a more fundamental level capital regulation should in my view be seen as “a right to play”; that is, as a certification requirement.

If this is true, the real puzzle is why bankers consider capital (regulation) very costly. The answer is not obvious. In my view the, what I call, “cost of capital fallacy” plays an important role.

COST OF CAPITAL FALLACY

It seems a fact of life that banks consider capital very expensive, and therefore want to use their capital as effectively as possible. In practice, bankers will tell you that capital costs say 15%, while debt (deposits) will not even cost half of that. In their mind capital has this *fixed* high price. It is therefore not surprising that they will choose to utilize this expensive capital as effectively as possible. The problem with this line of (popular) reasoning is that capital does not have *one* price; the cost of capital is determined by the risks this capital is exposed to. This is a standard result in corporate finance. As we as finance theoreticians know, capital that supports risk-free investment (like shares in a money-market mutual fund that invests in government paper) will be priced to earn close to relevant market interest rate.

It seems a fact that banks consider capital very expensive, and therefore want to use their capital as effectively as possible.

Bankers will counter that they are confronted with this high price for capital whatever the theory might say. This puzzle has – in my view – a straightforward resolution. The bankers’ beliefs in expensive and fixed priced equity create a self-

The bankers' beliefs in expensive and fixed priced equity create a self-fulfilling prophecy creating a perverse equilibrium.

exposed to substantial risks. As a matter of fact, matters might even be worse. Banks will seek to put to use idle capital rapidly which elevates risk even more. These beliefs and anticipations create a perverse equilibrium. Given the bankers state mind – fixed priced, expensive capital that needs to be put to use as quickly as possible – the market responds rationally by charging a high price for capital. And given these anticipations by the market, the bankers' beliefs are justified and confirmed in equilibrium.

This perverse equilibrium undermines the effectiveness of capital adequacy regulations.

This perverse equilibrium further undermines the effectiveness of capital adequacy regulations. One implication of the equilibrium is that imposing higher capital requirements on banks will induce them to undertake new risky activities. That is, in the bankers' minds – with their “capital has a fixed price” – fallacy-capital needs to be exposed to sufficient risk to make it cost effective. I believe that this equilibrium is very relevant for the current practice in banking. The question then is how can we get away from this perverse equilibrium? Here I believe we need to look at the industry (or market) structure of banking.

Market discipline might then work. This could break the perverse equilibrium.

The perverse equilibrium that is rooted in self-fulfilling beliefs is particularly relevant for opaque banking institutions. The market can then not sufficiently observe actual risk choices and therefore acts on what it anticipates the banks might do. In more transparent institutions, funding costs are better linked to *actual* risk choices, and less dependent on the potentially “demoralizing” indirect inferences (via the self-fulfilling belief of bankers and market). Now banks could be more readily rewarded for good behavior. In other words, *market discipline* might then work. This could break the perverse equilibrium.

Conclusions

Regulating a dynamic and competitive financial services industry is not easy. I strongly believe that regulation has to move in the direction of “certification requirements” which will keep potential distortions to the minimum. The BIS



proposals on capital requirements and the potential use of internal risk models could be consistent with this view on regulation. However, the “cost of capital fallacy” (see page 21–22) poses a serious problem. If bankers really foolishly consider capital extremely expensive, without sufficiently appreciating the benefits of an adequate capitalization, intrusive capital regulation might be needed. In that case also substantial skepticism is warranted on allowing banks to have capital levels depend on their internal risk models. Banks incentives would then be so much driven by minimizing capital that the credibility of the model outcomes might be compromised.

Regulation has to move in the direction of “certification requirements” which will keep potential distortions to the minimum.

References

- Bhattacharya, S., Boot, A.W.A. & Thakor, A.V., (1998), “The Economics of Bank Regulation”, *Journal of Money, Credit and Banking* 30-4, 745–770.
- Blattner, N., (1996), “Capital Adequacy Regulation: Are there Alternatives?”, working paper, University of Basel.
- Boot, A.W.A., Dezelan, S. & Milbourn, T.T., (2001), “Regulation and the Evolution of the Financial Services Industry”, in Santomero, A.M., Viotti, S. & Vredin, A. (eds.), *Challenges for Central Banking*, Kluwer Academic Publishers.
- Boot, A.W.A., Dezelan, S. & Milbourn, T.T., (2000), “Regulatory Distortions in a Competitive Financial Services Industry”, *Journal of Financial Services Research* 17-1, 159–169.
- Boot, A.W.A. & Greenbaum, S.I., (1993), “Bank-Regulation, Reputation and Rents: Theory and Policy Implications”, in C. Mayer and X. Vives: *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge University Press.
- Chari, V.V. & Jagannathan, R., (1988), “Banking Panics, Information, and Rational Expectations Equilibrium”, *Journal of Finance* 43, 749–761.
- Demsetz, R.S., Saidenberg, M.R. & Strahan, P.E., (1996), “Banks With Something to Lose: The Disciplinary Role of Franchise Value”, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 2, 1–14.
- Diamond, D. & Dybvig, P., (1983), “Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity”, *Journal of Political Economy* 91, 401–419.
- Estrella, A., (1998), “Formulas for Supervision? Remarks on the Future of Regulatory Capital”, *FRBNY Economic Policy Review*, 191–200.
- Freixas, X. & Rochet, J.C., (1997), *Microeconomics of Banking*, MIT Press.
- Jensen, M. & Meckling, W., (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*.
- Keeley, M.C., (1990), “Deposit Insurance, Risk and Market Power in Banking”, *American Economic Review* 80, 1183–1201.

Maintaining financial stability: Possible policy options

BY PHILIP LOWE
Bank for International Settlements.

Introduction

Instability in the financial system can have profound and long-lasting effects on the real economy. This means that there is an in principle case for public policy to react to events

**Instability in the financial system
can have profound and long-lasting
effects on the real economy.**

that pose a threat to the stability of the financial system. At the practical level, this raises three issues. First, how do policymakers assess the risks of financial instability? Second, what tools do policymakers have at their disposal? And third, how and when should these tools be used?

This note briefly addresses these issues. It argues that while the measurement of systemic risk is fundamentally difficult, it is not impossible. In particular, it argues that economies experiencing rapid credit growth, large increases in property prices and a construction (or investment) boom tend to be characterised by a higher than normal level of risk. In such circumstances, there may be a case for policymakers to use public commentary, supervisory instruments and/or monetary policy to contain these risks. Policymakers will find it easier to use these instruments if they have already conditioned the public to the view that both supervisory and monetary policies have a role to play in containing excesses in the financial system. In this respect, a flexible, rather than rigid, inflation-targeting regime is helpful, as would be a strengthening of the systemic risk aspect of bank supervision.

The views expressed are those of the author and should not be attributed to the Bank for International Settlements, BIS. Some of the ideas in this note are drawn from Borio, Furfine and Lowe (2001), "Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options", in *Marrying the Micro- and Macro-prudential Dimensions of Financial Stability*, BIS Papers, No 1.

A bubble?

Banking system crises are usually preceded by a bubble in asset markets.

Banking system crises are usually preceded by a bubble in asset markets. The problem is that the bubble is only clearly identifiable after it has burst. We simply do not have the tools to make definitive ex ante judgements about whether a particular asset price has deviated substantially from its fundamental values. Our models are subject to too many assumptions and to many qualifications to provide definitive judgements.

One of difficulties is that bubbles typically don't occur out of thin air. Instead they are themselves the product of an improvement in economic fundamentals, and this improvement does justify an increase in asset prices. The difficulty is in telling how important and long lasting the change in the economic fundamentals is likely to be, and thus what effect it should have on asset prices. For example, economic deregulation or an improvement in technology might be expected to increase the fundamental value of particular assets, but the size of this increase is typically not well pinned down as it depends on expectations of future events over which opinions can reasonably differ. Notwithstanding this, history suggests that periods of above average growth tend to generate excess optimism about the future, and that this provides fertile ground for the development of bubbles in asset and credit markets. The difficulty is that the excess optimism is only confirmed ex post, and it is problematic for policymakers to argue that the private sector's expectations about the future are wrong.

A useful question to ask is whether current developments pose increased risks to the economy and the financial system.

Here, by risks I mean whether current developments increase the variance of possible future outcomes. In focussing on the variance on possible future outcomes, the need to make judgements about the appropriate level of asset prices is somewhat reduced.

Focusing on the variance of possible future outcomes is crucial to good policy making in a world of uncertainty.

Thus, rather than trying to directly answer the question of whether or not we have a bubble, a more useful question to ask is whether current developments pose increased risks to the economy and the financial system.

Focusing on the variance of possible future outcomes is crucial to good policy making in a world of uncertainty. For instance, often discussions of monetary policy focus as much on the various risks to activity and inflation



as they do on the central projections. Balancing these various risks can be as important in the policy-making process as ensuring that the point forecast for inflation is on target. The same type of thinking is relevant for financial stability. While policymakers need to have central projections about likely future movements in asset prices (and the implications of those movements for activity and inflation), they also need to worry about what happens if those central projections are wrong. In some cases, policy makers may wish to respond to developments that increase uncertainty about the future, even if those developments do not change the central projections. So a useful question to ask is whether current developments in asset and credit markets increase the range of possible future outcomes for the economy.

Again, unfortunately, there is no formal way of answering this question. But what we have seen over recent years is an increased analysis of macroprudential indicators and econometric studies of banking crises, with the aim of providing a greater understanding of financial vulnerabilities.

This work has been very useful from a number of respects, however to date it has provided few real insights for policymakers in industrialised countries. The econometric studies of banking crises are, on the whole, rather backward looking and the answers that they have provided largely just reinforce common sense (for instance a recession or very high real interest rates increase the probability of bank failures). Moreover, no one has found a way of turning macroprudential indicators into a reliable numerical measure of vulnerability that can play a useful role in the policy process, nor I suspect will they.


The study of financial crises and the experience of recent decades do, however, provide some useful lessons. One of the most important, is what I refer to as the existence of the “troublesome threesome”. And this threesome is:

- rapid increases in the ratio of credit to GDP;
- rapid increases in commercial property prices; and
- large increase in the ratio of construction (and perhaps) investments to GDP.

Time and time again the simultaneous occurrence of these three factors has sown the seeds for stresses in the financial system. Thus if one observes these three developments, then it is a reasonable conclusion that

None has found a way of turning macroprudential indicators into a reliable numerical measure of vulnerability.

Strong gains in assets prices, investment and debt *might* cause financial and macroeconomic instability.



the range of possible outcomes for the economy has increased. While strong gains in assets prices, investment and debt *might* indicate a new era of strong sustainable growth, history also teaches us that they *might* also cause financial and macroeconomic instability. Although policymakers might not be prepared to say unequivocally that these developments constitute a bubble, they may be prepared to say that, given the historical experience, these developments change the balance of risks for the economy. If this is the case a policy response may be warranted.

The reason that developments in property prices are crucial is that property often forms the collateral for the most risky forms of bank lending.

The reason that developments in property prices (and in particular commercial property prices) are crucial is that property often forms the collateral for the most risky forms of bank lending. That is not to say that equity and other asset prices don't also matter, for indeed they do. A crash in the equity markets can cause strains in payments systems and have macroeconomic effects that ultimately may harm the banking system. Banks may also be adversely affected by a fall in equity prices if equity is a major source of loan collateral. However in most banking systems, real estate has a special role as the major form of loan collateral, and crashes in real estate markets have been associated with most banking system problems in developed economies. So developments in real estate markets matter a lot to assessments of financial stability.

Policy responses

If policymakers are to respond to developments that pose a threat to the stability of the financial system, what degree of certainty is needed?

The answer depends upon at least two general factors:

- the nature of the policy instrument; and
- the nature of the policy framework, and the public's understanding of that framework.

The various policy instruments that can be changed through time in response to changes in system wide risk can be grouped under three broad headings: public commentary, regulatory and supervisory policies and monetary policy.

PUBLIC COMMENTARY

The easiest to deal with is public commentary. Here what I have in mind is the type of commentary that the Riksbank includes in its *Financial Stability Report* and



the type of warnings that you periodically see from central banks and supervisors about lending standards. The hurdle, in terms of the degree of certainty, for this type of policy response is relatively low. Public commentary

The main problem with the public commentary approach is that it may have little, or no, impact on private sector decisions.

does not directly impact on private sector decisions, with the private sector being free to ignore the comments of the central bank/supervisor. The main danger is that the reputation of the authorities will be harmed if it is perceived that they have made poor assessments. This danger, however, is probably relatively low provided that the authorities are not too strident in their views and that their assessments are well argued. The main problem with this general approach is that it may have little, or no, impact on private sector decisions.

REGULATORY AND SUPERVISORY POLICIES


The second type of policy response is to use regulatory or supervisory policies. For example, in a situation in which the authorities became concerned that current developments in credit and asset markets were leading to an increase in overall risk they might consider increasing regulatory capital ratios or required provisioning rates, or they may impose some form of loan-to-value rule on property lending. Such responses could be justified in terms of taking the heat out of the boom and providing an increased buffer in case things do go wrong.

The burden of proof for these types of policy responses should be quite high, but not so high that it can never be met. These responses involve the public sector directly

The burden of proof for these types of policy responses should be quite high.

interfering with private sector decisions in an effort to contain cyclical developments. If policymakers are to behave in this way, they need to be reasonable sure that the private sector decisions are delivering outcomes that are socially suboptimal. In general, this is a difficult, although not impossible, hurdle to jump.

One reason that the hurdle is currently so high is that the prevailing wisdom is that regulatory instruments should not be used in this way. At the moment, bank regulation is typically seen to be primarily about protecting depositors in individual institutions. While more general financial stability concerns are also important, they typically are not the most important consideration. An alternative framework for thinking about bank regulation is that it is primarily about protecting the macroeconomy from costs imposed by financial disturbances. Under this framework, one might see people taking more seriously the idea of linking regulatory instruments to macroeconomic developments. Conceivably



one might also see regulatory capital requirements linked to the size or importance of an institution, or to overall correlations between the riskiness of different institutions.

Whatever the merits of these ideas they would be difficult to implement and explain to the public, given the prevailing orthodoxy. The important point to stress here is that the way that people think about policy, and the way in which it is explained to the public, conditions the types of policy responses that are conceivable. It would be easier to move regulatory instruments in response to systemic risk if we thought about bank regulation slightly differently. This means that if regulatory policy really is a useful, but under-utilised, tool for dealing with systemic risk and credit booms, then policymakers should be trying to alter the current conception of the regulatory framework by discussing with the public the links between systemic risk and bank regulation.

The evolution in the public's understanding of inflation targeting has given inflation targeting regimes increased flexibility to deal with various shocks.

An analogy with monetary policy might be useful here. As inflation-targeting regimes have evolved, the public discussion of these regimes has changed; for instance there is now much less talk about rigid bands and penalties than there once was. To a large extent, this evolution in the public's understanding of inflation targeting has been promoted by the analysis and discussion provided by central banks themselves. Arguably, this has given inflation targeting regimes increased flexibility to deal with various shocks. The point to emphasis is that the evolution in the public's understanding of the inflation targeting framework has arguably altered the way that central banks respond to certain events. The same could be true with regulatory policy. By discussing more actively the possible links between bank regulation and systemic risk, the orthodox view may gradually evolve, ultimately lowering the hurdle for action.

MONETARY POLICY

The third option is to use monetary policy. One could envisage a central bank increasing interest rates in an effort to contain a credit boom and increases in property prices even if there was no immediate threat to goods and services price inflation. The rationale for doing so might be that by containing the financial imbalances, the central bank could reduce the probability of the extremely bad outcomes that are associated with financial instability.

The burden of proof for such a policy response is probably quite high. But again, the height of the hurdle is conditioned by the public's understanding of the



policy framework. If one has a rigid inflation target band and the policy rule is to adjust interest rates until the two-year inflation forecast is at the target, there is little room to move. In this type of regime the public expects the central bank's inflation forecast to be at the target and may well be intolerant of deviations from this policy rule.

The burden of proof for such a policy response is probably quite high.

In contrast, in a more flexible inflation targeting regime the central bank is more likely to have room to manoeuvre, and correspondingly the hurdle for responding to financial stability concerns is somewhat lower (although still quite high). In a situation in which credit growth is rapid, but goods and services price inflation is low, this more flexible approach allows interest rates to be higher than would be justified by the short-term inflation outlook. In such a situation any criticism of the central bank for undershooting its inflation target is likely to be muted since, as argued above, the events that underlie the strong credit growth, also generate strong economic growth.

In a more flexible inflation targeting regime the central bank is more likely to have room to manoeuvre.

The point to stress is that in a flexible inflation targeting regime the burden of proof for deviating, on financial stability grounds, from the interest rate that has the two-year inflation forecast at the target is not extremely high, provided that the deviation is not too large. The burden is lower still if the central bank has already communicated publicly a policy framework where the focus is on medium term price stability, and where monetary policy is seen to have a role in avoiding the build up of excesses in the financial system.

None of this is to say that the central bank can easily engage in *large* increases in interest rates, designed specifically to bring an end to a bubble. Such a policy is bound to cause political problems for the central bank, and may not even be justifiable on the basis of an evaluation of the balance of risks. If the policy is successful, and the bubble is burst, the economy will be labouring not only under the collapse of the bubble, but also under the lagged effect of the high interest rates. In this situation, interest rates would need to be reduced quickly. If this were not possible this type of policy would need to pass a very high hurdle.

Large increases in interest rates, designed specifically to bring an end to a bubble is bound to cause political problems for the central bank.

One final consideration that applies to all three forms of policy response is the potential creation of moral hazard. If it were to become widely believed that the authorities had adopted a regime in which policy instruments were adjusted

Supervisory instruments and monetary policy should be used to address the build-up of risk in a credit cycle only very occasionally.

creation of moral hazard raises the hurdle for action a little higher than would otherwise be the case. It suggests that supervisory instruments and monetary policy should be used to address the build-up of risk in a credit cycle only very occasionally. Making continuous adjustments to these instruments on financial stability grounds is unlikely to be desirable.

in a discretionary fashion based on their own assessments of financial system risk, the public might become less careful about their own risk assessments. This might ultimately make the financial system more risky. The possible

Final remarks

The liberalisation of financial systems and changes in monetary policy frameworks have increased the potential for financial instability.

and to generate costly financial instability. In today's liberalised environment waves of excess optimism can more easily generate large financial cycles than was the case in earlier decades. Addressing the problems created by these cycles poses a difficult, yet increasingly important, challenge for both central banks and supervisors.

The liberalisation of financial systems and changes in monetary policy frameworks over the past two decades have increased the potential for developments in the financial system to amplify swings in the real economy

The authorities need to think about how the financial system and the macroeconomy can be made more robust to cycles.

robust to these cycles. In this regard, the rules regarding bank capital, provisioning for bad loans, disclosure and collateral valuation deserve particular examination.

In designing policy responses, the authorities need to not only think about how they might react once financial excesses are identified, but also about how the financial system and the macroeconomy can be made more

Finally, there is an important need for co-ordination amongst the various authorities.

For example, in many countries prudential supervision is undertaken outside the monetary authority, and accounting and disclosure rules are set by still other policymakers. Further, not all these policymakers have financial instability as a

Finally, there is an important need for co-ordination amongst the various authorities. Typically, the instruments discussed above are not under the control of a single institu-



core objective, and where they do so, they have other objectives as well. This means that it is unlikely that any single authority is in the position to trade off the benefits and costs of all the various options. Thus without co-ordination there is a danger that appropriate policy responses will not be forthcoming, with each policymaker leaving it to others to respond. Such an outcome would clearly be undesirable.



Dealing with financial instability: The central bank's tool kit

BY ARTURO ESTRELLA
Federal Reserve Bank of New York.

Introduction

This note identifies a dozen tools available to central banks for dealing with financial instability.

This note identifies a dozen tools available to central banks for dealing with financial instability. These tools are grouped into three categories: targeted actions, generalized actions, and informational tools. Targeted actions are aimed at individual institutions or small groups of institutions. Generalized tools have effects that work through the whole economy. Informational tools are based on the transfer of information: either collection of intelligence by the central bank or dissemination of information by the central bank in the form of public communication. Each individual tool is discussed in the next section.

We then consider issues of central bank credibility and public confidence. If the central bank wants to use moral suasion – a minimalist tool – how can it ensure that it will be effective? The key is credibility. If the central bank has several potentially conflicting objectives, how can it communicate the reasons for its actions? Here the keys are both credibility and transparency.

Finally, the last section takes a look at the use of the tools in practice. We examine twenty cases since 1965 in which central banks have used the dozen tools to deal with problems that had possible systemic implications. Which tools were used in each case? Which tools were most popular? Were the results satisfactory? Did credibility and public confidence hold up?

The central bank's tool kit

This section describes a dozen tools available to central banks for dealing with crises that have the potential to cause systemic disruptions. The list is probably



not exhaustive, but hopefully touches on the principal elements in the central bank's tool kit. The list is divided into three sections, corresponding to tools that are targeted at individual institutions, aimed at the market in general, and based on the transfer of information.

TARGETED TOOLS

These tools are aimed at dealing with individual institutions. If systemic problems are driven by a few important institutions, or if a generalized problem affects many individual institutions, targeted tools may be very helpful in containing the effects of the problems. A list of some of these targeted tools follows.

Targeted tools may be very helpful in containing the effects of the problems.

Bank supervision. Traditionally, bank supervision has been one of the main tasks under the purview of central banks. Today, however, in a large and increasing number of countries, the central bank is not the entity primarily responsible for bank supervision. Supervision is included in this survey, however, because in most jurisdictions central banks remain involved in supervisory issues, if not in direct supervision. Bank supervision is targeted at individual institutions, even though many of the concerns associated with supervision are systemic in nature. For example, one goal of supervision may be to avoid large-scale disruptions to the credit system. To accomplish that goal, however, supervisory agencies take a detailed look at particular institutions that may trigger or exacerbate such an event.

Legal action. In many cases, it is difficult to determine the exact boundary between bank supervision and legal action. Supervisory agencies, including some central banks, have a series of enforcement actions at their disposal, many of them involving judicial proceedings. For the present purposes, legal action is considered as an extreme measure in which an institution is brought by the supervisory authority before the judicial system.

Discount window lending. The primary purpose of discount window lending and similar facilities is to deal with short-term liquidity problems. For various reasons, a bank or other financial institution may find itself hard-pressed to finance its ongoing operations, and the central bank may step in with an offer of discount window credit. In general, this action follows an assessment of the borrowing institution by the central bank, in which the bank is deemed to be solvent and

therefore capable of repaying the loan. Improper credit controls in discount window lending may create a moral hazard problem.

Recapitalization of institution. Recapitalization is a much more extreme measure than discount window lending. In this case, the institution in need of financing is assessed to be either insolvent or so poorly capitalized that it cannot sustain itself without an infusion of external capital. Clearly, moral hazard is more of a problem in this case, and as a consequence, recapitalization is a tool that tends to be used very sparingly in actual practice.

Deposit insurance. Deposit insurance is generally not a function of the central bank per se. It is included here, however, for two reasons. First, when the central bank is the supervisory authority, it must act very closely with the deposit insurer in dealing with financial crises. Second, even if the central bank is not the supervisor, it may rely explicitly or implicitly on deposit insurance as a backstop in case of an unavoidable crisis. As in the cases of discount lending and recapitalization, there are well-known moral hazard issues with deposit insurance.

GENERALIZED TOOLS

Generalized tools may be extremely helpful when quick action is needed.

In contrast to the targeted tools, generalized tools have wide-ranging effects across the financial markets. They may not be useful in dealing with a problem affecting only a few institutions, but may be extremely helpful when quick action is needed with regard to many institutions at once.

Open market operation. Through open market operations, the central bank can inject liquidity into financial markets, particular at the short end of the maturity spectrum. The effects of such injections can eventually be felt in most sectors of the financial markets, and even in the real economy. However, it is almost impossible for the central bank to direct such effects at particular targets.

Foreign exchange intervention. Intervention in the foreign exchange markets, like open market operations, is designed to affect markets, not institutions. In fact, the effects of foreign exchange intervention can be so diffuse that it has been questioned whether they are material at all. This is particularly the case with sterilized intervention, in which domestic market operations are undertaken to undo effects on the domestic economy. Nevertheless, it is possible that foreign exchange



intervention by the central bank may minimize the consequences of short-term disruptions in the market.

Payments system action. Banks and other financial institutions are not only credit intermediaries, but also have a key role in the payments system. A disruption to any institution that plays a large role in payments, or to many small institutions, has the potential to paralyze the system, with disastrous consequences. The central bank may deal with such disruptions by monitoring the system, trying to ease bottlenecks, and by managing large payments crises directly.


INFORMATIONAL TOOLS

These tools can be grouped according to the direction of the flow of information. In some cases, information flows to the central bank, helping the bank to deal with problem situations. In other cases, information is shared among agencies that have the capacity to deal with a crisis. Finally, the central bank can help disseminate information that may ease market pressures or lead market participants to take welfare-enhancing steps.

Information may ease market pressures or lead market participants to take welfare-enhancing steps.

Market monitoring. To perform its various tasks, the central bank must monitor markets. Indeed, it must collect market intelligence even in markets in which it does not have a direct supervisory or regulatory mandate. This principle applies whether or not the central bank has explicit supervisory authority over the banking system. This type of market monitoring can provide early warnings of systemic problems, can generate useful information when the central bank needs to take specific steps to deal with a crisis, and can help determine whether a crisis has subsided once actions are taken. Market monitoring may focus, for example, on the performance of individual institutions, on the performance of a sector as a whole, and on movements in prices in various financial markets.

Interagency cooperation. Cooperation among official agencies is of the utmost importance in the resolution of financial crises. A central bank may need to collaborate with a deposit insurer, with the bank supervisory authority (if different from the central bank), or with other financial regulators such as those overseeing the securities markets. In some cases, cooperation between national and local authorities is called for.



International cooperation. A similar principle applies to collaboration between central banks across national boundaries. In a world of global institutions and markets, it is frequently impossible for a central bank to deal single-handedly with a large systemic problem. Spillovers into other national markets are not uncommon, necessitating international cooperation among central banks.

Public communication. In some cases, a mere statement from the central bank can be a very powerful tool for dealing with a crisis. A statement of fact can help alleviate fears in the marketplace, especially fears fueled by incorrect or incomplete information. All crisis management involves an element of public relations in this sense. More challenging are cases in which the central bank urges private-sector institutions to follow a course of action that may have been overlooked or more typically is not pursued spontaneously for lack of confidence in the reactions of other institutions, including the central bank. This type of public exhortation is sometimes known as “jaw-boning” or “moral suasion” by the central bank. Public communication is generally a low-cost strategy. The principal risk is a weakening of credibility if information turns out to be inaccurate or if the central bank is forced to back away from a suggested strategy.

Credibility and public confidence

A lack of credibility or a loss in public confidence can easily undermine a central bank’s best efforts to lead a financial system through a crisis. This section discusses briefly why credibility and public confidence are important in dealing with crises and how the central bank can achieve them.

CREDIBILITY AND MORAL SUASION

To obtain credibility the central bank must have a distinguished track record and must be in a position to make authoritative public announcements in times of stress.

Credibility is essential to the central bank in all of its functions, but it is particularly necessary when the central bank tries to convince private-sector institutions to do what they would not have done of their accord. “Moral suasion” or “jaw-boning” can be very powerful and cost-effective tools for the central bank, but they have very little likelihood of success if they are not backed by central bank credibility. In most cases, the actions proposed by the central bank to the private sector do not come as a surprise to market participants. The value of central bank suasion is that it provides greater assurance to the private institutions that they will not individually go out



on a limb: the “system” will go along with them. In this sense, they have less to fear from predatory competitors and from adverse future actions by the central bank. It is clear, however, that if the central bank lacks credibility, it will be impossible to get the necessary core of the private sector to go along with a plan. To obtain credibility, in turn, the central bank must have a distinguished track record and must be in a position to make authoritative public announcements in times of stress.

MULTIPLE OBJECTIVES AND PUBLIC CONFIDENCE

What happens when the actions dictated by the central bank’s role as a systemic crisis manager conflict with other central bank goals? The classic case is probably the onset

The public should understand the policy goals and how much weight is being assigned to them.

of a systemic crisis that dictates an infusion of liquidity at a time when the central bank is actively fighting inflation. If liquidity is injected, inflationary expectations and subsequent inflation may rise, affecting not only the macroeconomy, but possibly undermining confidence in the central bank’s inflation-fighting resolve. If liquidity is not injected, the crisis may escalate and lead to the failure of both solvent and insolvent institutions. In such instances, it is essential that the central bank’s actions be transparent: the public should understand exactly what all the policy goals are and how much weight is being assigned to them on an ongoing basis. A shift away from inflation-fighting that is perceived as temporary and well-reasoned may not undermine confidence in the central bank. The horizons involved in such instances may be helpful. For example, the control of inflation is usually a medium- to long-term goal, whereas the management of a crisis may have a much shorter-term horizon. Thus, the policy may be reversible in time to address longer-term goals.

MORAL HAZARD

Moral hazard, like central bank credibility and public confidence, depends on expectations of how the central bank will act in a crisis. In addition, moral hazard involves expectations of how other institutions will act, specifically to take opportunistic advantage of expected central bank actions. For instance, a large institution may think that it is too big to be allowed to fail and that the central bank will come to its rescue regardless of how risky it becomes. Another classic example is deposit insurance. Banks with the ability to put losses to the insurer may generate cheap

The existence of moral hazard makes it much more difficult and sensitive to apply some of the tools discussed.

insured deposits and invest them in risky ventures, since the insurer bears the ultimate cost of risk. The existence of moral hazard makes it much more difficult and sensitive to apply some of the tools discussed before. This is particularly true of discount window lending, recapitalization, and deposit insurance.

Actual use of tools to deal with past systemic problems

This section provides a very brief synopsis of twenty crisis situations since 1965 that had the potential to lead to systemic problems. The information is drawn mostly from internal and external documents from the U.S. Federal Reserve System.¹ Although the sample includes cases from various countries, there is an emphasis on U.S. cases.


The analysis indicates that targeted tools have been the most frequently employed by central banks and are probably the most effective.

The analysis of this sample of crises (albeit not scientifically selected) indicates that targeted tools have been the most frequently employed by central banks and are probably the most effective. Bank supervision played a role in nearly all the crises, and discount window lending was used in half the cases. Deposit insurance was helpful, in dealing with the aftermath of about a third of the crises. In contrast, generalized measures, such as domestic and foreign market operations, were much less frequently employed. Informational tools were used in about one-third of the cases.

Each episode below is viewed from the perspective of a specific central bank. The individual titles indicate the country whose central bank's perspective is taken and the year in which the incident originated. A table summarizing the information in this section is included at the end.

Yamaichi, Japan, 1965. In 1965, the Bank of Japan helped prevent the collapse of Yamaichi Securities, one of the largest securities firms in the country. Stock market losses beginning in 1961 had weakened the firm substantially. Furthermore, market monitoring indicated that the Japanese banking system had significant exposure to Yamaichi. In consultation with the Ministry of Finance, the

¹ The documents are not classified as confidential, but some may not be readily available. Accessible documents include: Testimony of Chairman Alan Greenspan before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, October 1, 1998 (from www.federalreserve.gov); Statement by William J. McDonough, President, Federal Reserve Bank of New York, before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, October 1, 1998 (from www.ny.frb.org); Supervisory Lessons to be Drawn from the Asian Crisis, Basel Committee on Banking Supervision Working Papers no. 2, June 1999 (from www.bis.org).




Bank of Japan put together in 1965 a rescue plan that included loans equivalent to more than \$93 million (in 1965 values). In the end, Yamaichi pulled through the crisis to remain one of the top Japanese firms.

Secondary banks, United Kingdom, 1973. Secondary banks in the United Kingdom developed outside the traditional banking sector beginning in the late 1950s, without a requirement for an operating license and with very little regulation. In 1973, following concern about the quality of their assets, secondary banks began to face heavy deposit withdrawals, and market monitoring indicated that they were having difficulties in rolling over their short-term funds. The Bank of England led a rescue effort that included both moral suasion and direct lending to the institutions. The Bank's initial response was to ask the clearing banks to contribute to a rescue package of loans, with a small central bank participation. Subsequently, some secondary banks received direct credit assistance from the central bank. Finally, the Bank of England arranged for many of the troubled banks to be acquired by healthy institutions.

Bankhaus Herstatt, Germany, 1974. Herstatt was a medium-sized commercial bank located in Cologne. It had a sizable foreign exchange portfolio that became much riskier with the advent of the floating exchange rate regime in 1973. In June of 1974, the Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen determined that Herstatt was insolvent and that its licence should be revoked and a liquidator appointed. The Bundesaufsichtsamt made this public at approximately 4:00 p.m. local time on June 26, and the Bundesbank ceased clearing for Herstatt's account. The time of the announcement was the end of the day in Germany, but only mid-morning in New York. Thus, although the deutsche mark legs of transactions had gone through, the dollar legs in New York had not. As a result, some counterparties receiving dollars from Herstatt suffered losses, and others paying dollars decided not to honor transactions involving the German bank. Gridlock ensued in the international payments system until a few days later, when New York clearing house banks instituted a special procedure to facilitate international payments. The full tangle took several months to unravel. In the meantime, a consortium of private German banks provided full compensation to Herstatt depositors with accounts under the equivalent of \$7,500 (in 1974 values).

New York City fiscal crisis, United States, 1974. Starting in the early 1960s, the New York City government experienced a series of budget deficits, which were financed with short-term debt. By 1974, the city's short-term debt




had grown to such proportions that it encountered serious problems in issuing new debt instruments. In December of that year, a consortium of commercial and investment banks absorbed a \$50 million loss on the city's debentures, and the city's A rating was withdrawn by Standard & Poor's. In 1975, the city was unable to raise several billion dollars that it needed to roll over its maturing debt. The Federal Reserve collaborated with other official agencies in the design of a plan for the city to put its finances in order. Bank supervisors helped assess the extent to which some banks could assist the city, and they also identified some banks, typically smaller, that were in danger of failure as a result of large exposures to the city government.

Silver market crisis, United States, 1980. In the mid-to-late 1970s, the Hunt brothers amassed a very large position in silver, to a large extent by taking possession of the settlement amounts of futures contracts at the New York Commodity Exchange and at the Chicago Board of Trade. In 1980, higher silver prices attracted unexpected supply to the market, and the futures exchanges implemented new requirements intended to control price manipulation. As a result, the Hunts' financial position deteriorated markedly, with negative implications for both the silver market and for the Hunts' creditors. The Federal Reserve stepped up its examinations of banks' positions with regard to the Hunts to assess the magnitude of the problem. A consortium of banks eventually provided a consolidation loan to the Hunts' interests to avoid further market disruptions. Most of the banks in the consortium borrowed from the Federal Reserve's discount window during this period, although the level of their borrowing was not considered unusual.

Schröder, Munchmeyer, Hengst, Germany, 1983. Schröder, Munchmeyer, Hengst, a German bank, faced collapse in November 1983. A large share of its lending was to IBH Holdings of Luxembourg, one of Europe's largest construction equipment companies. When the loans to IBH went into default in November, Schröder, Munchmeyer, Hengst was in danger of losing a very large proportion of its assets. Apparently at the urging of the Bundesbank, a consortium of German banks provided Schröder, Munchmeyer, Hengst with stable funding, possibly staving off a breakdown in interbank lending in Germany.


Continental Illinois, United States, 1984. As part of a strategy adopted in 1973 to make Continental one of the top lenders in the United States, the bank purchased between 1978 and 1982 a large number of oil-related credits from



Penn Square Bank, which failed in mid-1982. This portfolio of loans suffered heavy losses, leading Continental to make extraordinary loss provisions by end-1982. These troubles made it difficult for the bank to obtain funds in the U.S. market, and Continental turned increasingly to the European interbank market for funds. In early 1984, the bank's situation became precarious, leading the Federal Reserve to step up its monitoring of the institution. Rumors of an impending failure started circulating worldwide. The dollar fell sharply and the Federal Reserve intervened to stabilize the foreign exchange market. By May, the firm had obtained discount window assistance from the Federal Reserve, in consultation with the Office of the Comptroller of the Currency and the Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Later that year, the FDIC produced an open assistance package that included discount window borrowing as well as equity funds. As of the end of the 1980s, the loans had been repaid and the FDIC had liquidated its investment through a series of sales.

Johnson Matthey, United Kingdom, 1984. In 1984, Johnson Matthey Bankers was the banking, gold bullion, and commodity trading subsidiary of the Johnson Matthey Group. It had an important position, particularly in the bullion market, since it was one of only a handful of officially recognized gold dealers in London. As a result of diminished trading in the bullion markets, Johnson Matthey turned to other business lines, such as commercial lending and trade finance. Its exposure to a small number of firms grew rapidly, to the extent that it faced a serious concentration problem. In August 1984, the firm's auditors determined that it was insolvent. Shortly afterwards, the Bank of England stepped forward with a rescue operation that included a recapitalization, mostly with Bank of England resources, and the appointment of new directors, management team, and auditors. In April 1986, the Bank sold the bulk of its interest in Johnson Matthey.

Bank of New York glitch, United States, 1985. As a result of a simple bug in a computer program, Bank of New York found itself on November 21, 1985, unable to deliver securities to its customers. It received during the day a large volume of securities that were to be transferred to other customers, but the computer glitch made those latter transfers impossible. The Federal Reserve kept the payments system operating until late evening, but it became clear that the problem would not be resolved that day. Since Bank of New York could not complete the transactions and did not have the cash to finance the securities, the discount window advanced to Bank of New York \$22.6 billion of overnight funds. The existing




supervisory relationship between the Federal Reserve and Bank of New York helped accelerate the loan evaluation process.

Ohio S&Ls, United States, 1985. In 1985, about 70 state-chartered banking institutions in Ohio were members of a private deposit insurer. When it became known that the largest member of the private insurance fund was close to failure, all members began to experience runs on their deposits and a loss of public confidence. The crisis threatened not only the largest member, but the viability of the insurer and all the other members as well. The Federal Reserve intervened in various capacities. As supervisor, it evaluated the financial condition of affected institutions. As discount window lender, it provided funds to solvent institutions. Finally, as manager of the payments system, it provided for the continued flow of payments involving the members of the private insurer. In some cases of bank failure, the FDIC assisted institutions that qualified for federal insurance coverage.

Maryland and North Carolina S&Ls, United States, 1985. In the aftermath of the Ohio crisis of 1985, member banks of private insurers in the states of Maryland and North Carolina underwent a very similar experience. The closure of the Ohio insurer created strong concerns about its counterparts in these states, and a similar crisis ensued. The pattern of this crisis was very similar to that in Ohio, and the steps taken by the central bank were essentially the same.

Western banks, Canada, 1985. Following an oil-led boom in the economy of western Canada in the early 1980s, the region went through a sharp economic downturn. As a result, a number of regional banking institutions had serious financial difficulties, which became quite clear in 1985. The Bank of Canada, in consultation with the Canadian Deposit Insurance Corporation and the Province of Alberta, initially extended liquidity to the troubled banks. The package assembled by the Bank of Canada included funds from the then “big six” Canadian banks. When a closer examination of the banks showed that two were actually insolvent, loans to these two banks were suspended and the banks were closed.


Stock market crash, United States, 1987. In October 1987, the U.S. stock market experienced a drop of previously unseen proportions, which spread internationally. The proximate cause of the drop was not clear, but the practice of “portfolio insurance” by large institutional investors was widely blamed for the magnitude of the drop. The crash caused the failure of a number of small securi-



ties firms and precipitated a liquidity crisis among the large securities firms. Some of these firms advanced margin payments to exchanges on behalf of customers, who were unable to come up with liquidity at a moment's notice. The Federal Reserve took several immediate steps to contain the spread of the crisis. It announced that it stood ready to provide liquidity to the banking system and engaged banks in an effort to support liquidity in the securities markets. As part of these measures, the Federal Reserve injected liquidity into the system through open market operations in the aftermath of the crash. The Federal Reserve also contacted other central banks, which together put in motion a worldwide network of market monitoring. Domestically, the Federal Reserve worked with the Treasury Department and with other regulators to keep track of the problems. Through its bank supervisory functions, the Federal Reserve kept track of the exposures of commercial banks to the securities industry and of the severity of liquidity and solvency problems in the banking and securities sectors.

Highly leveraged transactions, United States, 1989. In the 1980s, banks were aggressive participants in the financing of highly leveraged transaction in the United States. Toward the end of the decade, the failure of some of these ventures was a major cause of concern about the health of the banking system. Traditional bank reporting and examination procedures did not allow for the clear identification of the extent to which banks were exposed to these problems. Therefore, the Federal Reserve instituted new reporting guidelines and conducted an effort to gauge the exact exposure of the institutions under its supervision, particularly the consolidated exposure of bank holding companies.

New England Banks, United States, 1990. In the late 1980s and early 1990s, the New England economy experienced a pronounced regional downturn. This slowdown anticipated a nationwide recession in 1990-91. As a result of the regional economic problems, many banks in New England became financially troubled, including the large Bank of New England. By 1990, Federal Reserve supervisors had determined that the crisis was severe and that it would affect a large number of banks, the regional economy, and even the payments system. For instance, public concern about the banks' health led to deposit runs, which necessitated that the central bank step up its cash processing operations. In a number of cases, including that of Bank of New England, the discount window provided funds in an effort to stem the crisis by restoring liquidity. Eventually, the Bank of New England and others were deemed insolvent and were closed down. The




FDIC and the Office of the Comptroller of the Currency effected the closures, and the FDIC assumed responsibility for covered deposits.

Drexel, United States, 1990. Drexel Burnham Lambert was the acknowledged leader in the junk or high-yield bond market in the 1980s. The market experienced unforeseen problems in 1989 and, by January 1990, unsecured lenders were starting to pull away from Drexel, creating serious funding problems. By February, the problem was so severe that a liquidation of Drexel seemed unavoidable. An orderly liquidation was expected to lead to only minor losses to counterparties. However, because Drexel had so many counterparties and complex relationships, an abrupt liquidation could lead to serious systemic losses. The Federal Reserve monitored the exposure of the banking system to Drexel, gathered intelligence through its open market desk, and monitored the payments system for potential bottlenecks throughout the liquidation process. The Federal Reserve also worked closely with the Securities and Exchange Commission, the New York Stock Exchange, the Treasury Department, and other regulatory agencies. In addition, it made an effort to keep central banks abroad informed about progress in the liquidation of the Drexel positions. The Bank of England intervened as a facilitator and put in place a settlement facility, which remained open for a full week after the onset of the problem.

BCCI, United States, 1991. When the Bank of Credit and Commerce International (BCCI) failed in 1991, it left behind a complex international network of transactions, exposures, and even fraud. To untangle this mess, the Federal Reserve had to work with many official agencies, domestic and foreign. As early as May 1987, the Federal Reserve had made a referral to the U.S. Department of Justice, because it suspected BCCI of engaging in money laundering activities in the United States. Since BCCI had several banking operations in the United States, the Federal Reserve was officially responsible for the supervision of some of the affiliates. Beyond the usual supervisory actions and remedies, the Federal Reserve took a very active role in the judicial cases related to BCCI throughout the period leading to the bank's closure.

Southeast Banking Corporation, United States, 1991. Southeast Banking Corporation, based in Miami, was one of the most aggressive real estate lenders in Florida. When Florida real estate prices fell in the late 1980s and early 1990s, Southeast suffered serious losses. The Federal Reserve and the OCC were aware in 1990-91 that the company was in serious trouble, but under then-cur-



rent law were unable to close the institution, which still had some equity capital. Through 1991, the condition of the company deteriorated further. The FDIC asked the Federal Reserve to extend to Southeast discount window credit, on the expectation that it would reduce the FDIC's ultimate losses. In September 1991, the discount window loans were called and the OCC closed the bank with the FDIC acting as receiver.

Asian crisis, United States, 1997. The extraordinary economic performance of many East Asian countries in the mid-1990s (for example China, Hong Kong, Indonesia, Korea, Malaysia, the Philippines, Singapore, Taiwan, and Thailand) attracted a large amount of capital from abroad. To a large extent, the capital was denominated in foreign currencies and was short-term. These foreign investments began to unravel in early 1997 with the bankruptcy of several Korean conglomerates, and by the fall of 1997 spillover effects were being felt in Europe and the United States. The large volume of the debt, together with the need to roll over short-term funds, made it difficult for the Asian countries to deal with the crisis. In the United States, the Federal Reserve kept a watchful eye on the exposures of U.S. banks to the Asian countries. To improve conditions in Korea, the Federal Reserve worked with other central banks to convince commercial banks to create a coordinated program to lengthen the maturity of Korea's outstanding obligations. Market conditions were closely monitored, and open market operations were directed at alleviating short-term liquidity conditions, rather than focusing narrowly on inflation expectations. Other central banks in countries affected by the crisis took steps of their own.

LTCM, United States, 1998. The hedge fund Long-Term Capital Management had attracted a very large amount of capital from its investors. This capital was levered dramatically through complex financial transactions with many counterparties, to the extent that the gross size of the investments reached a very large multiple of capital. Under these conditions, several positions taken by the hedge fund with regard to credit spreads began to experience severe losses in 1998. The Federal Reserve became aware of these problems and began active monitoring of markets and of supervised banking institutions in order to obtain a clear picture of the severity of the problem. Concerned about potential adverse effects on capital markets of the meltdown of such a large and complex portfolio, the Federal Reserve facilitated discussions among major private-sector creditors of LTCM to wind down the portfolio and liquidate the firm. On September 22, a consortium of private-sector firms agreed to recapitalize LTCM in order to facili-

tate the orderly liquidation of the firm. LTCM was ultimately liquidated without losses to the consortium.

Conclusions

In examining twenty financial crises, we can infer that flexibility and creativity are important.

Dealing with financial instability is a difficult and delicate task for a central bank, especially when mistakes can lead to serious systemic repercussions. In examining a dozen tools applied by central banks in twenty financial crises, we can infer that flexibility and creativity are important, and that there is no magic formula that will work in all cases all of the time.

Bank supervision played a role in almost all of the cases.

Of the tools examined here, targeted tools were used more often than generalized or informational tools. One targeted tool in particular, bank supervision, played a role in almost all of the cases. This preponderance suggests that, whether or not bank supervision is carried out by the central bank, it is important that central banks and supervisory authorities collaborate closely in the resolution of financial crises.

Generalized and informational tools, though used less frequently, were nevertheless of pivotal importance in some instances. The provision of liquidity to the market during the 1987 stock market crash and the use of public communication in the case of Schröder, Munchmeyer, Hengst are but two examples of effective tactical use of these types of tools.

We find that success stories predominate for each of the tools examined.

Thus, though generalizations are difficult to formulate, the extensive tool kit at the disposal of central banks has proven successful in many cases in the past. Of course, not every tool was successful in every instance, and the resolutions of some crises may not have been altogether satisfactory. Nevertheless, we find that success stories predominate, not only overall, but for each of the tools examined.



Summary table. Use of various tools by central banks to deal with systematic problems, 1965–98

Problem, central bank	Year	Targeted tools					Generalized tools			Informational tools			
		Sup	Legl	Disc	Rcap	DI	Omo	FX	Pmt	Mkt	Iag	Int'l	PC
Yamaichi, Japan	1965			✓						✓	✓		
Secondary banks, U.K.	1973	✓		✓						✓			✓
Bankhaus Herstatt, Germany	1974	✓				✓							
New York City fiscal crisis, U.S.	1974	✓									✓		
Silver market crisis, U.S.	1980	✓		✓									
Schröder, Munchmeyer, Hengst, Germany	1983												✓
Continental Illinois, U.S.	1984	✓		✓	✓	✓		✓					
Johnson Matthey, U.K.	1984	✓			✓								
Bank of New York glitch, U.S.	1985	✓		✓					✓				
Ohio S&Ls, U.S.	1985	✓		✓		✓			✓				
Maryland, No. Carolina S&Ls, U.S.	1985	✓		✓		✓			✓				
Western banks, Canada	1985	✓		✓		✓					✓		✓
Stock market crash, U.S.	1987	✓					✓			✓	✓	✓	✓
Highly leveraged transactions, U.S.	1989	✓											
New England Banks, U.S.	1990	✓		✓		✓			✓				
Drexel, U.S.	1990	✓							✓	✓	✓	✓	
BCCI, U.S.	1991	✓	✓								✓	✓	
Southeast Banking Corporation, U.S.	1991	✓		✓		✓							
Asian crisis, U.S.	1997	✓					✓			✓		✓	✓
LTCM, U.S.	1998	✓								✓			✓

Key to column headings

Sup	Bank supervision	DI	Deposit insurance	Mkt	Market monitoring
Legl	Legal action	Omo	Open market operations	Iag	Interagency cooperation
Disc	Discount window lending	FX	Foreign exchange intervention	Int'l	International cooperation
Rcap	Recapitalization of institution	Pmt	Payments system action	PC	Public communication

Skattepolitiska utmaningar och prioriteringar

AV ROBERT BOIJE

Verksam på avdelningen för penningpolitik.

De senaste årens budgetsanering i kombination med en god konjunkturutveckling har lett till en kraftig förbättring av de offentliga finanserna. Från en bottennivå 1994 då statskulden uppgick till 76 procent av BNP har statskulden minskat till 54 procent i år, vilket med god marginal understiger Maastrichtfördragets krav. Den kraftiga förbättringen av statsfinanserna har bidragit till ett stabilare makroekonomiskt klimat. Finanspolitiken står likafullt idag inför ett antal utmaningar såväl på kort som på lång sikt. Den fortgående internationaliseringen och dess effekt på skattebasernas rörlighet är ett exempel.

Skattepolitiska utmaningar

I denna artikel diskuteras ett antal *skattepolitiska* frågor som redan har aktualiserats eller med nödvändighet kommer att aktualiseras framöver. Avsikten är att komplettera debatten och att bidra till ett helhetsperspektiv. Syftet är att tillhandahålla en ”bruttolista” på skattepolitiska utmaningar utifrån perspektivet vilka grundläggande mål skattesystemet skall eller bör uppfylla. En sådan ”lista” kan vara av intresse vid en diskussion om skattepolitiska prioriteringar för de närmaste åren.

Artikeln börjar med en kortfattad principiell diskussion om skattesystemets utformning. Varför behövs skatter? Hur bör skattesystemet vara utformat? Hur är det svenska skattesystemet utformat i praktiken och vilka principer har legat till grund för dess nuvarande utformning? Därefter diskuteras ett antal skattepolitiska utmaningar på lång sikt. Internationaliseringsprocessen med ökad skattekon-

Författaren är finanspolitisk rådgivare på Riksbanken och före detta kansliråd på Skatteavdelningen på Finansdepartementet. De slutsatser och eventuella policyrekommendationer som analysen i denna artikel ger upphov till är författarens egna och sammanfaller inte nödvändigtvis med Riksbankens uppfattning. Författaren vill tacka Staffan Viotti och Kerstín Mitlid för värdefulla kommentarer.

kurrens, medlemskapet i EU, den restriktiva budgetprocessen med utgiftstak och saldomål och framtida demografiska förändringar är alla viktiga faktorer som bör beaktas vid en bedömning av hur det framtida svenska skattesystemet kan komma att förändras. I detta sammanhang diskuteras också i vilken mån det kan finnas skäl att avvika från de principer som skattesystemet idag vilar på. Utgångspunkten för denna diskussion är regeringens så kallade skattavvikelseredovisning. Eventuella skattereformer på kort sikt bör sättas in i ett mer långsiktigt sammanhang mot bakgrund av de mer långsiktiga utmaningarna. Avslutningsvis diskuteras därför också några av de skattepolitiska frågor som idag står på den politiska agendan. Framförallt berörs reformeringen av arbetsinkomstbeskattningen, fastighetsskatten och den ”gröna” skatteväxlingen.

Principiella utgångspunkter

SKATTESYSTEMETS UPPGIFTER

Skattesystemets viktigaste uppgift är att finansiera den offentliga sektorns utgifter. En annan uppgift är att påverka inkomst- och förmögenhetsfördelningen. Skatter kan också användas i stabiliserings- och allokeringspolitiskt syfte.

Skatter kan användas på olika sätt i fördelningspolitiskt syfte. Ett skattesystem där alla betalar lika mycket i skatt oavsett inkomst eller förmögenhet kan ändå verka omfördelande om den offentliga sektorns service omfattar skattebetalarna i olika grad. Ett proportionellt inkomstskattesystem innebär att skattebetalare betalar proportionellt lika mycket i skatt. Även om skattesatsen i ett sånt system är oberoende av inkomstens storlek betalar hushåll med högre inkomster mer skatt än hushåll med lägre inkomster. Ett sådant skattesystem verkar således mer omfördelande än det förstnämnda såvida inte hushåll med högre inkomster utnyttjar eller omfattas av offentlig service i större utsträckning än hushåll med lägre inkomster. Ett progressivt inkomstskattesystem – där skattesatsen ökar med stigande inkomst – är resultatet av ett politiskt önskemål att ytterligare öka inkomstomfördelningen gentemot ett system med proportionerlig inkomstskatt.

Stabiliseringspolitiken syftar till att uppnå samhällsekonomiska mål som full sysselsättning och stabil prisnivå. Skatter kan användas i stabiliseringspolitiskt syfte genom att skatterna höjs i högkonjunkturer och sänks i

Skatter kan användas på olika sätt i fördelningspolitiskt syfte.

Stabiliseringspolitiken syftar till att uppnå samhällsekonomiska mål som full sysselsättning och stabil prisnivå.

lågkonjunkturer. På detta sätt bidrar regeringen aktivt till att höja den totala efterfrågan i lågkonjunkturer eller dämpa den totala efterfrågan i högkonjunkturer i syfte att jämna ut konjunktursvängningar. Ett skattesystem med progressiva inslag i kombination med inkomstrelaterade transfereringar verkar automatiskt stabiliserande. Även i frånvaro av en aktiv stabiliseringspolitik kan skattesystemet således verka stabiliserande.

Allokeringspolitiken syftar till att korrigera för marknadsmisslyckanden.

Allokeringspolitiken syftar till att korrigera för marknadsmisslyckanden som till exempel missbruk och miljöförstöring. Höga punktskatter på bensin bidrar till att begränsa efterfrågan på bensin vilket reducerar utsläppen av bland annat koldioxid. Höga punktskatter på alkohol och tobak bidrar till att minska missbruksproblem.

HUR BÖR SKATTESYSTEMET VARA UTFORMAT?

Ett allmänt krav på ett skattesystem är att det bör vara generellt. Skattereglerna bör också vara stabila över tiden eftersom detta bidrar till att skapa större säkerhet om de ekonomiska konsekvenserna av olika handlingsalternativ. Ett annat önskemål är att skattesystemet inte skall ge alltför stora marginaleffekter. Höga marginaleffekter i exempelvis beskattningen av förvärvsinkomster minskar hushållens incitament att arbeta mer, byta arbete eller flytta till orter med fler arbetstillfällen.¹

Skattesystemets faktiska utformning – 1991 års skattereform

Grundbulten i 1991 års skattereform var att skattesystemet i så stor utsträckning som möjligt skulle vara likformigt och generellt.

Grundbulten i 1991 års skattereform var att skattesystemet i så stor utsträckning som möjligt skulle vara likformigt och generellt. Likformighetsnormen innebär att ekonomiska aktiviteter av samma karaktär skall omfattas av samma skatteregler. Andra viktiga inslag i skattereformen var kraftigt breddade skattebaser, sänkta marginalskattesatser och införande av en dual beskattningsmodell i vilken kapitalinkomster beskattas separat från förvärvsinkomster. I samband med skattereformen utformades också fastighetskatten så att den i princip skulle ge en beskattning av egnahem som var likformig med beskattningen av

¹ I bilaga 4 till 2001 års ekonomiska vårproposition redovisar regeringen beräkningar över marginaleffekternas storlek och vilken inverkan skattesystemet har på dessa.

andra kapitaltillgångar.² Skattereformen uppfyllde således till stora delar de grundläggande krav som kan ställas på ett skattesystem.

Som ett led i värden av 1991 års skatte- reform och i syfte att tydliggöra och motverka eventuell särslagstiftning, redovisar rege- ringen sedan våren 1996 som en bilaga till de årliga ekonomiska vårpropositionerna så kal- lade skatteavvikelseberäkningar. För att iden- tifiera en skatteavvikelse måste det existeran- de skattesystemet sättas i relation till en vald jämförelsenorm. Den norm som används vid skatteavvikelseberäkningarna baseras i huvudsak på principen om en enhetlig el- ler likformig beskattning av olika ekonomiska aktiviteter i enlighet med den bä- rande principen bakom 1991 års skattereform. Denna norm innebär exempelvis att alla typer av inkomster skall beskattas likformigt³ och att all konsumtion av va- ror och tjänster skall omfattas av samma mervärdesskattesats. Avvikelsen från en enhetlig beskattning uppfattas som en *skatteförmån* om en grupp skattskyldiga om- fattas av en skattelättnad i förhållande till normen eller som en *skattesanktion* om en grupp skattskyldiga omfattas av ett överuttag av skatt.

Trots att skattesystemet har ändrats i flera avseenden sedan skattereformen –

² Att fastighetsskatten ansågs och anses utgöra en del av kapitalinkomstbeskattningen utgår från en modell där fastig- hetsförvärv ses som en kapitalplacering. Enligt denna modell genererar fastighetsförvärvet en icke-monetär boende- avkastning som kan likställas med den monetära avkastningen på andra kapitalplaceringar. Boendeavkastningen är inte direkt observerbar men kan beskattas indirekt genom att egna hem påförs en schablonintäkt motsvarande en viss andel av det uppskattade marknadsvärdet. Dagens fastighetsskatt är egentligen en objektskatt men kan utan vi- dare göras om till en schablonintäktsskatt utan att det påverkar den enskildes skattebelastning. Emellertid är det in- te självklart hur schablonintäktens nivå skall fastställas. Boije och Shahnazarian (2000) redovisar vissa invändningar mot de bedömningar som gjordes i samband med skattereformen och i Fastighetsbeskattningskommitténs betän- kande "Likformig och neutral fastighetsbeskattning", (SOU 2000:34).

³ I skatteavvikelseberäkningen har regeringen valt att tillämpa likformighetsnormen så att beskattningen inom varje skatteslag skall vara likformig. Således görs ingen analys av huruvida exempelvis beskattningen av arbetsinkomster och kapitalinkomster är likformig. Vid en strikt tillämpad likformighetsnorm bör sådana eventuella skatteavvikelser också redovisas.

⁴ En utförligare beskrivning ges i betänkandet Förmåner och sanktioner (SOU 1995:36).

⁵ Se 2001 års ekonomiska vårproposition, bilaga 3.

skatteavvikelsesrapporteringen tydliggör i viss utsträckning dessa avsteg – är den bärande principen bakom skattesystemet fortfarande att det i så stor utsträckning som möjligt skall vara likformigt.

Optimal beskattningsteori

Enligt optimal beskattningsteori bör skattesystemet utformas så att det minimerar snedvridningarna i ekonomin.

Vid sidan om de allmänna krav som kan ställas på skattesystemet tillhandahåller den ekonomiska litteraturen teoretiska modeller för hur skattesystemet bör vara utformat utifrån olika avvägningar mellan effektivitet i produktionen och fördelning av konsumtionsmöjligheter mellan medborgarna. Utifrån ett renodlat effektivitetsperspektiv säger optimal beskattningsteori att skattesystemet bör utformas så att det minimerar snedvridningarna i ekonomin. Med detta menas att skattesystemet i så liten utsträckning som möjligt bör påverka hushållens och företagens val av handlingsalternativ. En enhetlig eller likformig beskattning av varor och tjänster – vilket således var en av grundbultarna i 1991 års skattereform – är enligt denna teoribildning optimal under förutsättning att det inte finns några skattefria områden. Detta förutsätter att exempelvis hemtjänster och fritid kan beskattas. De praktiska svårigheterna med ett sådant skattesystem är uppenbara eftersom det i praktiken är omöjligt att beskatta hemtjänster och fritid.

En alternativ teori säger att snedvridningarna minimeras om varor och tjänster med låg priselasticitet beskattas hårdare än varor med hög priselasticitet.

En alternativ teori säger att snedvridningarna minimeras om varor och tjänster med låg priselasticitet beskattas hårdare än varor med hög priselasticitet.⁶ Sådana skatter brukar kallas Ramsey-skatter. Ett uppenbart problem med ett sådant beskattningssystem är att det kan vara svårt att förena med fördelningspolitiska mål. Teorin säger ju att nödvändighetsvaror som exempelvis baslivsmedel – som rimligtvis har en relativt låg priselasticitet – bör beskattas hårdare än ”lyxvaror” som rimligtvis har en relativt hög priselasticitet.⁷ Konsumtionen av nödvändighetsvaror mätt som andel av den disponibla hushållsinkomsten är större för låginkomsttagare än för medel- och höginkomsttagare. Ett skattesystem baserat på Ramsey-skatter skulle därmed få regressiva inslag, det vill säga påverkan på den disponibla hushållsinkomsten skulle bli större för låginkomsttagare än för medel- och höginkomsttagare. Ett så-

⁶ Med låg priselasticitet avses att efterfrågan på varan inte påverkas nämnvärt av prisförändringar.

⁷ Atkinson och Stiglitz (1980) ger en beskrivning av teorin om optimal beskattning. Se också Rosen (1999) som tillhandahåller en mindre ”teknisk” översikt.

dant skattesystem förutsätter också att priselasticiteten kan fastställas med godtagbar precision på alla varor och tjänster.

Optimal beskattningsteori har inte påverkat utformningen av dagens skattesystem i någon större utsträckning. Eftersom fritid och hemtjänster inte kan beskattas kan nuvarande skattesystem, baserat på normen om likformig beskattning av olika ekonomiska aktiviteter, inte vara optimalt utifrån lärobokens syn. Ett likformigt skattesystem har dock andra fördelar; det uppfyller de allmänna krav som kan ställas på ett skattesystem och är lättare att administrera än ett system med differentierade Ramsey-skatter.

Optimal beskattningsteori har inte påverkat utformningen av dagens skattesystem i någon större utsträckning.

Internationaliseringens betydelse för det svenska skattesystemet

INTERNATIONALISERINGENS EFFEKT PÅ SKATTEBASERNA

De välfärdspolitiska ambitionerna avspeglas i skattesystemets omfattning och utformning. Ett vanligt sätt att mäta skattetrycket är att beräkna skattekvoten som relaterar de sammanlagda skatterna till BNP. Mätt på detta sätt har Sverige jämte Danmark det högsta skattetrycket i världen.⁸ Förutsättningarna för ett fortsatt högt skattetryck i Sverige är inte enbart beroende av medborgarnas värdering av den offentliga sektorns åtaganden. Den fortgående internationaliseringen lägger vissa restriktioner på hur mycket skatt den offentliga sektorn kan ta in från företag och hushåll inom landets gränser. Internationaliseringen ökar skattebasernas rörlighet. Såväl destinationsprincipen vid varu- och tjänstebeskattningen som hemvistprincipen vid inkomstbeskattningen blir svårare att upprätthålla.⁹ Globala företag har sedan

Ett vanligt sätt att mäta skattetrycket är att relatera de sammanlagda skatterna till BNP. Mätt på detta sätt har Sverige jämte Danmark det högsta skattetrycket i världen.

⁸ Det bör påpekas att två olika länder med snarlika välfärdsambitioner kan ha olika skattekvot beroende på olika tekniska lösningar. I Sverige är de flesta bidrag skattepliktiga. I många andra länder är bidragen skattebefriade eller ges indirekt genom subventioner i skattesystemet. Båda de senare konstruktionerna ger en lägre skattekvot. I den ekonomiska värpropositionen för 2001, avsnitt 5.6, görs ett försök att beräkna skattekvoten för några olika länder med hänsyn tagen till dessa skillnader.

⁹ Destinationsprincipen innebär att varu- och tjänsteskatte (exempelvis mervärdesskatt) skall betalas i det land där konsumtionen sker. Destinationsprincipen skiljer sig från ursprungsprincipen som innebär att skatten skall betalas i det land där säljaren etablerat sin verksamhet. Hemvistprincipen vid inkomstbeskattningen innebär att skattesubjektet (hushållet eller företaget) skall beskattas i sitt hemland.

länge kunnat påverka sin skattebelastning genom en hög geografisk rörlighet och därmed val av skattejurisdiktion. Avreglerade kapitalmarknader och nya möjligheter att på elektronisk väg flytta finansiellt kapital har skapat nya globala placementsalternativ för företagens och hushållens finansiella sparande. Konsumenter kan i större utsträckning handla i andra länder – delvis till följd av internet – och kan därmed helt eller delvis undgå beskattning. En alltmer kunskapsintensiv produktion och större internationell konkurrens om välutbildad arbetskraft riskerar att erodera såväl arbetsinkomstskattebasen som många andra skattebaser.¹⁰

Skattebasernas ökade rörlighet över nationsgränserna skapar incitament till skattekonkurrens.

Skattebasernas ökade rörlighet över nationsgränserna skapar också incitament till skattekonkurrens. Flera europeiska länder har genomfört omfattande skattereformer där skattesatserna sänkts och skattebaserna breddats. Skattekonkurrensens mest extrema form är framväxten av skatteparadis. De förbättrade möjligheterna att på elektronisk väg flytta finansiellt kapital har skapat helt nya möjligheter för skatteparadisens verksamhet. Ett antal välkända nybildade IT-företag har betydande ägarandelar via holdingbolag i skatteparadis¹¹.

Regeringen har tillsatt en utredning vars uppgift är att lämna en bedömning av hur skattestrukturen bör vara utformad i en värld med internationaliserade marknader.

Med hänvisning till den fortgående internationaliseringen, har regeringen tillsatt en utredning – Skattebasutredningen – vars uppgift är att lämna en samlad bedömning av hur den svenska skattestrukturen bör vara utformad i en värld med internationaliserade marknader. Utredningen skall bedöma rörligheten hos skattebaserna och i vilket tidsperspektiv ökad rörlighet kan uppkomma. Det huvudsakliga syftet med utredningen är att skapa bättre underlag för framtida skattepolitiska prioriteringar. Det bör i detta sammanhang påpekas att statliga utredningar numera har kravet på sig att de förslag utredningen lägger fram skall vara statsfinansiellt neutrala. De statsfinansiella beräkningarna skall också baseras på ikraftträdandeårets skattebaser vilket innebär att man inte får räkna hem eventuella ”dynamiska vinster”. Om Skattebasutredningen föreslår att vissa skattesatser bör sänkas till följd av internationaliseringen medför finansieringskravet att andra skattesatser måste höjas eller att vissa utgifter måste sänkas. Eftersom utredningen i första hand är en skattestrukturutredning är det inte troligt att den kommer med förslag om sänkta ut-

¹⁰ Se också: *Jakten på den försvinnande skatten* [Eklund (1998)]; *Vår förvaltning år 2010 – i globaliseringens spår* (RSV Rapport 2000:9); direktivet till Skattebasutredningen (Dir. 2000:51) och *Den nya ekonomin – Skatter* [Andersson (2000), rapport, Industriförbundet].

¹¹ Se Andersson (2000).

gifter. Detta innebär i praktiken att de skatteförslag utredningen kan komma att lägga inte tillåter en sänkt skattekvot. Skattebasutredningen är enligt direktiven också bunden av restriktionen att de eventuella skatteförslag som utredningen lägger fram skall möjliggöra att de välfärdspolitiska ambitionerna bevaras på nuvarande nivå. Strikt tolkat innebär denna restriktion att inkomst- och förmögenhetsfördelningen inte skall påverkas i nämnvärd utsträckning av de förslag som utredningen lägger. Det är emellertid knappast möjligt att omfördela skatteuttaget i någon större utsträckning utan att det påverkar inkomst- och förmögenhetsfördelningen.

Det är givetvis också en vansklig uppgift att bedöma rörligheten hos de svenska skattebaserna. I närmast följande avsnitt förs en kortfattad kvalitativ diskussion om de olika skattebasernas utsatthet.

Kapitalbeskattning. En skattebas som varit föremål för mycket diskussion på senare tid är kapitalbeskattningen. Enligt uppskattningar uppgick det icke-deklarerade utländska sparandet i slutet av 1998 till 353 miljarder kronor.¹² Med en antagen genomsnittlig avkastning på 7 procent och en inhemsk kapitalinkomstskattesats på 30 procent uppgår det årliga bortfallet av kapitalinkomstskatt till drygt 7 miljarder kronor (cirka 0,3 procent av BNP). Därutöver går staten miste om förmögenhetsskatteintäkter då en stor del av det utländska sparandet kan antas vara förmögenhetsskattepliktigt. Så länge de svenska skattemyndigheternas kontrollmöjligheter är begränsade är det rimligt att anta att det icke-deklarerade utländska sparandet kommer att fortsätta att öka. En eventuell anslutning till valutaunionen eliminerar växelkursriskerna vilket ytterligare bör öka hushållens incitament att flytta kapital utomlands.

En annan fråga är i vilken utsträckning en hög kapitalbeskattning och ett därmed ökat utlandssparande också får effekter på den svenska realkapitalbildningen och skatteintäkterna på lång sikt. Samtidigt som de svenska hushållens utlandssparande har ökat, har också andelen utländska ägare av svenska aktier ökat. Andelen utlandsägda aktier på Stockholmsbörsen ökade från 8,3 procent 1991 till 39,3 procent 2000.¹³ Utlandsägandet på Stockholmsbörsen har således nästan femdubbats de senaste nio åren. En hypotes är att detta fenomen är en konsekvens av den fortgående ekonomiska integrationen. Med ett sådant synsätt kan man anse att

**Utlandsägandet på
Stockholmsbörsen har femdubbats
de senaste nio åren.**

¹² Det bör betonas att denna siffra – som utgör differensen mellan nationalräkenskapernas och finansräkenskapernas mått på sparande – är förknippad med betydande osäkerhet.

¹³ SIS Ågarservice AB.

utländsk inflöde av finansiellt kapital helt eller delvis kompenserar för utflödet av svenskt finansiellt kapital i vilket fall effekterna på den svenska realkapitalbildningen borde vara små. En mer negativ tolkning är att det ökade utländska ägandet på den svenska börsen beror på att svenska ägare av svenska aktier beskattas hårdare än utländska ägare av svenska aktier. Ur ett strikt realkapitalbildningsperspektiv är dock ägarförhållandena av underordnad betydelse.

En kraftig sänkning av kapitalskatterna skulle inte behöva äventyra de offentliga finanserna i någon större utsträckning.

Skatteinkomsterna från kapitalinkomstbeskattningen och förmögenhetsbeskattningen (exklusive intäkter från fastighetsskatten, stämpelskatten, arvsskatten och gåvoskatten) beräknas i årets vårproposition uppgå till 28 miljarder kronor 2001. Detta motsvarar 2,5 procent av den offentliga sektorns totala skatteintäkter. En kraftig sänkning av kapitalskatterna skulle därför inte behöva äventyra de offentliga finanserna i någon större utsträckning.

Den svenska bolagsbeskattningen är – åtminstone idag – förhållandevis konkurrenskraftig.

Företagsbeskattning. I vilken utsträckning påverkar internationella skillnader i företagsbeskattningen skatteintäkterna? Bolagsbeskattningen påverkar i första hand realinvesteringarna. En i förhållande till omvärlden hög bolagsskatt tenderar att minska realinvesteringarna i Sverige vilket i slutänden påverkar skatteintäkterna negativt. Den svenska bolagsbeskattningen är dock – åtminstone idag – förhållandevis konkurrenskraftig. Det beror dels på att den nominella bolagsskattesatsen är förhållandevis låg, dels på möjligheten att få ner den effektiva skattesatsen genom bokslutmässiga dispositioner och skattemässiga justeringar. Ett antal europeiska länder – däribland Tyskland och Irland – har emellertid inlett eller aviserat kraftiga bolagsskattesänkningar. Fortsätter denna trend kommer den svenska bolagsbeskattningens relativa konkurrenskraft att minska.

I den ekonomiska litteraturen råder delade meningar om huruvida dubbelbeskattningen missgynnar realinvesteringarna i Sverige.

Sverige tillämpar idag dubbelbeskattning av aktier. Aktiebolagens vinster beskattas först med bolagsskatt i företaget och sedan med utdelningsskatt och reavinstskatt i ägarledet. Debatten om lokaliseringen av de stora multinationella företagens huvudkontor har aktualiserat frågan om vilka effekter den svenska dubbelbeskattningen av bolagsvinster har på den reala ekonomin. OECD har i sina två senaste Sverigerapporter rekommenderat Sverige att se över dubbelbeskattningen. I den ekonomiska litteraturen råder dock delade meningar om huruvida dubbelbeskattningen missgynnar realinvesteringarna i Sverige. I



den ekonomiska litteraturen kan i princip fyra olika teorier identifieras. Starkt förenklat leder dessa teorier till olika slutsatser beroende på vilka antaganden som görs om vem som är marginell investerare (svenska hushåll, utländska placerare alternativt placerare vars effektiva skatt är noll) och vad som utgör den marginella finansieringskällan (belåning, nyemission alternativt kvarhållna vinster).¹⁴

En konsekvens av internationaliseringen är att företagen delar upp sin verksamhet globalt vilket innebär att företagen i praktiken har flera fysiska hemvister. Detta förhållande kan göra det svårt att härleda inkomsten till ett visst land. Den internationella beskattningen av företag måste därför också beaktas vid en analys av skattereglernas betydelse för realinvesteringarna och för huvudkontorens lokalisering. Att ett bolag placerar sitt huvudkontor i utlandet är i princip av underordnat intresse för skatteintäkterna så länge bolagets inkomster kan beskattas i hemlandet.

Skatteintäkterna från bolagsbeskattningen (exklusive avkastningsskatt) beräknas i vår propositionen uppgå till 51 miljarder kronor 2001, vilket motsvarar 4,5 procent av den offentliga sektorns totala skatteintäkter. Då den svenska företagsbeskattningen än så länge får betraktas som förhållandevis konkurrenskraftig, är en sänkning av företagsskatterna motiverad av internationaliseringsprocessen inte att vänta inom en snar framtid.

En sänkning av företagsskatterna motiverad av internationaliseringsprocessen är inte att vänta inom en snar framtid.

Med tanke på att en stor del av aktierna på Stockholmsbörsen numera ägs av utlänningar och skattebefriade institutioner, skulle en eliminering av dubbelbeskattningen – vilket kan åstadkommas på olika sätt¹⁵ – sannolikt få begränsade statsfinansiella konsekvenser.

En eliminering av dubbelbeskattningen på aktier skulle sannolikt få begränsade statsfinansiella konsekvenser.

Å andra sidan är det mot bakgrund av den osäkerhet som råder kring dubbelbeskattningens effekter på den reala ekonomin svårt att entydigt motivera en sådan skattereform. En hög *total* kapitalinkomstbeskattning (bolagsskatt, utdelningsskatt, reavinstskatt och förmögenhetsskatt) i ägarledet skapar dock incitament för svenska kapitalägare att flytta *finansie*llt kapital utomlands. I den mån man anser att detta är ett större problem för samhällsekonomin än dubbelbeskattningen får man sannolikt större positiva

¹⁴ Se Shahnazarian och Stoltz (1999) för en överskådlig och bra sammanställning av dessa olika teorier. Se också Auerbach (publiceras inom kort).

¹⁵ Effekten av dubbelbeskattningen kan exempelvis lindras eller helt elimineras genom ett system där en skattereduktion eller bidrag kompenserar kapitalägaren för bolagsskatten (den engelska termen för detta system är "imputation system"). Ett problem med ett sådant system är dock att det missgynnar investeringar i utlandet och utländska ägare till företag verksamma i Sverige.

effekter om man istället för att slopa dubbelbeskattningen av aktier sänker kapitalinkomstskattesatsen och förmögenhetsskatten. Problemet är emellertid att det också finns andra prioriterade skattesänkningar på den politiska agendan. Den statsfinansiella kostnaden för en halvering av kapitalinkomstskatteintäkterna¹⁶ från kapitalinkomster och förmögenhet (cirka 14 miljarder kronor) motsvarar ungefär kostnaden för ytterligare ett steg i reformeringen av inkomstbeskattningen (inklusive justeringen av skiktgränserna).

En eventuell sänkning av den generella kapitalinkomstskattesatsen betingad av den fortgående internationaliseringsprocessen väcker också ett antal frågor kring de så kallade 3:12-reglerna. Dessa regler syftar till att hindra ägare till fåmansföretag att ta ut förvärvsinkomst i form av kapitalinkomst för att därmed få en gynnsammare beskattning. Reglerna innebär att en schablonmässigt bestämd del av inkomsterna beskattas som kapitalinkomst och att resterande del – i förekommande fall – beskattas som arbetsinkomst. Fåmansdelägare som betalar statlig inkomstskatt på 25 procent och som har en inkomst som överstiger förmånstaken i socialförsäkringarna – i vilket fall socialavgifterna på marginalen utgör en ren skatt – har en marginalsatt på 68 procent¹⁷ på arbetsinkomst delen. Skatten på den del som tas ut som kapitalinkomst uppgår till 49,6 procent¹⁷. En sänkning av den generella kapitalinkomstskattesatsen skulle innebära att differensen blir ännu större i vilket fall det kapitalinkomstbehandlade utrymmet kan komma att behöva justeras. Två mer generella förslag som också skulle lösa detta problem är att sänka den statliga inkomstskatten alternativt att inte ta ut socialavgifter på inkomster som inte är förmånsgrundande. Detta skulle dock innebära att två viktiga inkomstomfördelade inslag i skatte- och bidragssystemet skulle reduceras.

Bortfallet av skatteintäkter till följd av ökad konsumtion utomlands, gränshandel och internethandel torde än så länge vara förhållandevis litet.

Indirekta skatter. När det gäller moms-skattebasen finns inga tillförlitliga uppskattningar på hur stora skatteintäkter staten går miste om till följd av ökad konsumtion utomlands, gränshandel och internethandel. I förhållande till de totala moms-skatteintäkterna,

som i vårpropositionen beräknas uppgå till 189 miljarder kronor 2001, torde dock bortfallet av denna konsumtion åtminstone än så länge vara förhållandevis litet och bör därför inte behöva föranleda en generell sänkning av skattesatsen på kort sikt. Ett rimligt scenario är emellertid att denna typ av konsumtion kommer

¹⁶ Exkluderande intäkter från fastighetsskatten, stämpelskatten, arvsskatten och gåvoskatten.

¹⁷ Enligt uppgift från Finansdepartementet.

att öka, inte minst med tanke på de potentiella skattefördelar utländska företag har när det gäller försäljning av varor och tjänster via internet. Svenska konsumenter kan därmed köpa varor och tjänster över internet till ett betydligt lägre pris än om dessa varor och tjänster istället inhandlas på konventionellt vis.

Skatteintäkterna från punktskatterna på alkohol och tobak – cirka 19 miljarder kronor – är också utsatta för internationaliseringen. De höga svenska punktskatterna på tobak och alkohol skapar incitament till smuggling. Även medlemskapet i EU sätter press på de svenska alkoholskatterna. De undantag i införselreglerna som Sverige fick vid anslutningen till EU är under avveckling vilket innebär att det kommer att bli lagligt att föra in betydligt större mängder vin, öl och sprit än vad det är idag. I budgetpropositionen för 2001 lades ett förslag om en successiv upptrappning av införselkvoterna. Däremot lades inget förslag om en sänkning av punktskatterna på alkoholhaltiga drycker. I den mån regeringen vill upprätthålla Systembolagets försäljningsvolym är en sänkning av alkoholskatterna att förvänta.

Arbetsinkomstbeskattning. Sett både till genomsnittsskattesatser och marginalskattesatser är inkomstbeskattningen mycket hög i Sverige i förhållande till de flesta andra län-

Inkomstbeskattningen är i Sverige i förhållande till de flesta andra länder mycket hög.

der. Den genomsnittliga kommunala inkomstskattesatsen uppgår till cirka 31 procent. För inkomster över den så kallade undre brytpunkten utgår också statlig inkomstskatt på 20 procent och för inkomster över den så kallade övre brytpunkten utgår statlig inkomstskatt på 25 procent. Därutöver tas en allmän pensionsavgift ut på 7 procent av inkomsten upp till en viss inkomstgräns. Från och med 2001 utgår en skattereduktion på 50 procent av den allmänna pensionsavgiften. De resterande 50 procenten av den allmänna pensionsavgiften är avdragsgill vid inkomstbeskattningen av förvärvsinkomster.¹⁸ Sammantaget innebär detta att marginalskatteeffekten varierar från 33,4 till 56 procent vid en kommunal skattesats på 31 procent. Den viktade genomsnittliga marginalskattesatsen på arbetsinkomster uppgår idag till cirka 42 procent enligt uppgift från Finansdepartementet.

Frågan är hur de höga förvärvsinkomstskatterna påverkar arbetsinkomstskattebasens rörlighet. I litteraturen och debatten brukar arbetsinkomstskattebasen betraktas som förhållandevis trögrörlig. Språkbarriärer, kulturella skillnader och

¹⁸ Vid en kommunal inkomstskattesats på 31 procent innebär denna konstruktion att marginalskatteeffekten av såväl kommunal inkomstskatt som allmän pensionsavgift uppgår till cirka 33,4 procent $[0,31+0,07-0,5 \times 0,07-0,5 \times 0,07 \times 0,31]=0,334$. För inkomster överstigande 304 200 kronor betalas ingen allmän pensionsavgift, det vill säga för inkomster överstigande denna nivå bidrar inte den allmänna pensionsavgiften till att höja marginalskatteeffekten.

**Möjligheten att locka utländsk
arbetskraft till Sverige beror på om
den svenska
arbetsinkomstbeskattningen är
konkurrenskraftig.**

starka kopplingar till moderslandet är kanske viktigare faktorer än skattetrycket. Ett större hot är att en hög beskattning av arbetsinkomster riskerar att leda till att ett antal välutbildade svenskar flyttar utomlands. Effekten på skattebasen av dessa utflyttningar är

förmodligen marginell i det korta perspektivet men för den ekonomiska tillväxten och de framtida skatteintäkterna är det viktigt att såväl kunna behålla högutbildade svenskar som locka till sig utländsk arbetskraft. Det senare blir inte minst viktigt då den demografiska utvecklingen med en ökande andel äldre i befolkningen innebär att ett färre antal arbetande personer skall försörja ett större antal icke-arbetande personer. Långtidsutredningen har uppmärksammat att behovet av arbetskraftinvandring kommer att öka i en sådan situation. Möjligheten att locka utländsk arbetskraft till Sverige beror bland annat på om den svenska arbetsinkomstbeskattningen är konkurrenskraftig – så är knappast fallet idag.¹⁹

MÖJLIGHETEN ATT BEHÅLLA ETT HÖGT SKATTETRYCK

**EU:s finansministrar enades förra
året om huvudprinciper kring en
uppgörelse om källskatt på
kapitalinkomster.**

EU-regler om minimiskatter, informationsplikt och skattekonkurrens. Då varje nationalstat i princip har rätt att själv bestämma hur mycket skatt som ska tas ut från invånare och företag inom landets gränser

saknas legala möjligheter att på global väg komma åt såväl skattekonkurrens²⁰ som skatteparadisens verksamhet. OECD:s svartlistning av skatteparadis och EU:s kampanj mot skadlig skattekonkurrens är i praktiken verkningslösa. Skattekonkurrensen kan bara minskas om länderna kommer överens globalt på frivillig basis. Vid Ekofin-mötet i november förra året enades EU:s finansministrar om huvudsakliga principer kring ett kommande direktiv om källskatt på kapitalinkomster och om informationsutbyte över nationsgränserna. Direktivet är tillämpligt på en person med hemvist i en EU-medlemsstat som mottar en kapitalinkomst i ett *annat* land inom gemenskapen. Dock omfattas i princip endast pengar på bankkonton, räntebärande värdepapper och dylikt. Uppgörelsen gäller inte till exempel aktier och blandfonder med övervägande andel aktier. Uppgörelsen innebär att alla EU-länder förbinder sig till ett informationsutbyte vad avser ”ränteinkomster”. Under en övergångsperiod på maximalt sju år kommer dock vissa EU-länder istället för ett

¹⁹ Den 1 januari 2001 infördes emellertid en skattelindring för utländska experter.

²⁰ I debatten framförs ibland argumentet att en viss grad av skattekonkurrens kan vara nyttig då det kan leda till nya finansieringsalternativ och en effektivare användning av skatteintäkterna.

informationsutbyte att införa en minimiskatt på utländska sparares "ränteinkomster" på 15 procent under de tre första åren av övergångstiden och på 20 procent fram till slutet av övergångsperioden. Av skatteintäkterna skall 75 procent gå till hemviststaten och 25 procent till källstaten. Ett villkor för att uppörelsen skall träda ikraft är att ett antal länder utanför EU – däribland Schweiz och USA – också ansluter sig. Ett annat problem som återstår att lösa är hur informationsutbytet i praktiken skall gå till. Förslaget med alla dess restriktioner bör åtminstone i det korta perspektivet ses som ett rent principförslag. Det kommer knappast – i det fall det genomförs – att minska kapitalflykten i någon större utsträckning så länge det inte utvidgas till att omfatta även andra kapitalinkomster än rena ränteinkomster. Efter som förslaget inte skall träda ikraft förrän tidigast 2003 har de kapitalplacere som vill undkomma skatt god tid på sig att placera om sina pengar. EU:s förslag leder sannolikt till en viss substitution från bankkonton och räntepappersfonder till aktiefonder eller blandfonder alternativt till att pengarna flyttas till skatteparadis. Paradoxalt kan effekten av uppörelsen bli den omvända – den ökade fokuseringen på skillnader i skattesatser kan skapa en större kunskap hos den svenska allmänheten om att de svenska skatterna på kapitalinkomster är högre än i omvärlden, vilket i sin tur kan leda till att kapitalströmmen till utlandet ökar.

Ekofin-uppörelsen omfattar även en tidplan för en uppförandekod på företagskatteområdet som syftar till att begränsa den "skadliga" skattekonkurrensen. En arbetsgrupp under EU har tidigare identifierat 66 skadliga åtgärder på företagskatteområdet.²¹ Dessa skall i princip avvecklas fram till 2005. Uppförandekoden innebär exempelvis att länder med syfte att locka till sig utländska företag inte kan tillämpa en lägre bolagsskattesats för utlandsägda bolag än för inhemskt ägda bolag. Förslaget hindrar emellertid inte att EU-länderna konkurrerar med varandra genom en generell låg bolagsskattesats.

Samtidigt som den svenska regeringen propagerar för regler som hindrar skattekonkurrens inom kapital- och bolagsbeskattningen bidrar man till ökad konkurrens inom andra katteområden. Från den 1 januari i år skall utländska experter, forskare och andra nyckelpersoner som vistas tillfälligt i Sverige ges skattelättnad i form av sänkt inkomstskatt och sänkta socialavgifter.²² Regeringen avser också att införa skattelättnader för yrkesfiskare i syfte att förbättra de svenska fis-

Samtidigt som den svenska regeringen propagerar för regler som hindrar skattekonkurrens inom kapital- och bolagsbeskattningen bidrar man till ökad konkurrens inom andra katteområden.

²¹ Se den så kallade Primarolorapporten: "Report from the Code of Conduct Group to ECOFIN Council on 29 November 1999".

²² 25 procent av den lön nyckelpersonen uppbär undantas från inkomstskatt och sociala avgifter under högst tre år.

karnas konkurrenssituation.²³ Skattebefrielsen för huvuddelägare till tidigare onoterade aktier kan också ses som ett resultat av skattekonkurrensen.²⁴

Omfördelning av skatteuttaget vid oförändrat totalt skattetryck. Möjligheterna att i Sverige ha ett skattetryck som är högre än i omvärlden även fortsättningsvis beror också på de politiska möjligheterna att omfördela skatteuttaget från skattebaser som är mycket utsatta för internationaliseringen till skattebaser som är mindre utsatta. En sådan omläggning skulle exempelvis kunna innebära att realkapital – särskilt fastigheter – beskattas hårdare än finansiellt kapital, att arbetsinkomster beskattas hårdare än kapitalinkomster, att ”rörliga” höginkomsttagare beskattas lindrigare än idag på bekostnad av fortsatta inkomstskattesänkningar för ”orörliga” låginkomsttagare och att nödvändighetsvaror som exempelvis baslivsmedel beskattas hårdare än kapitalvaror, lyxvaror och varor som kan handlas utomlands via internet eller via gränshandel. Ett sådant beskattningssystem är således grundat på tankegångarna inom optimal beskattningsteori. Förutom att det med ett sådant beskattningssystem blir enklare att upprätthålla skatteintäkterna till den offentliga sektorn i en värld med internationaliserade marknader, minskar det också effektivitetsförlusterna i ekonomin.

Det är politiskt svårt att upprätthålla fastighetsskatteuttaget i perioder då taxeringsvärdena ökar kraftigt.

Även om ett beskattningssystem grundat på tankegångarna i optimal beskattningsteori till viss del skulle kunna vara ett sätt att upprätthålla ett högt skattetryck i Sverige i en värld med internationaliserade marknader är det förknippat med en rad andra problem. Ett sådant skattesystem skulle vara ett stort avsteg från intentionen i 1991 års skattereform om en likformig beskattning av olika ekonomiska aktiviteter. En större skillnad mellan beskattningen av kapitalinkomster och arbetsinkomster än idag²⁵ riskerar att leda till ytterligare horisontell orättvisa då hushåll med likartade ekonomiska förutsättningar riskerar att behandlas olika.²⁶ Ett sådant system skapar också

²³ Se Budgetpropositionen för 2001 och 2001 års ekonomiska vårproposition.

²⁴ Denna asymmetriska förmögenhetsbeskattning innebär exempelvis att egna ägare med värdet av det egna hemmet som sin enda förmögenhet får betala förmögenhetsskatt medan långt mer förmögna personer – som dessutom innehar en mer likvid förmögenhet – helt undkommer förmögenhetsskatt. Dessa asymmetrier i förmögenhetsbeskattningen kan möjligtvis försvaras ur ett internationaliseringsperspektiv men icke desto mindre ger de upphov till besvärliga fördelningspolitiska frågor. Regeringen redovisar heller inte dessa asymmetrier som skatteavvikelser. Detta hänger möjligtvis ihop med att det är svårt att hitta en teoretisk norm för förmögenhetsskatten. Under förutsättning att förmögenhetsskatt tas in av rent fiskala skäl borde emellertid en konsekvent tillämpad likformighetsnorm innebära att asymmetrier inom förmögenhetsbeskattningen redovisas som skatteavvikelser.

²⁵ I genomsnitt är beskattningen av förvärvsinkomster högre än beskattningen av exempelvis ränteinkomster som uppgår till 30 procent. För de som enbart betalar kommunal inkomstskatt är den genomsnittliga skatten dock i princip lika stor som på ränteinkomster.

²⁶ Principen om horisontell rättvisa innebär att personer eller skattsubjekt med lika stora inkomster eller bärkraft skall betala samma skatt.

incitament till skatteplanering och skattefusk. När det gäller beskattning av realkapital – då främst fastigheter – visar den politiska debatten kring fastighetsskatten på egna hem att det är politiskt svårt att upprätthålla fastighetsskatteuttaget i perioder då taxeringsvärdena ökar kraftigt. Fastighetsskattesatsen för egna hem har på grund av opinionstrycket sänkts från 1,7 till 1,2 procent de senaste fem åren. Att efter sådana skattesänkningar plädera för en höjning av fastighetsskattesatsen i syfte att upprätthålla skatteintäkterna vid en fortsatt internationalisering kräver en stor portion politisk pedagogik. Om den generella kapitalinkomstskattesatsen sänks bör, om symmetrin i skattesystemet skall bibehållas i övriga delar, även ränteavdragen och skattereduktionen för ränteutgifter sänkas med de fördelningspolitiska problem det medför. Högre kapitalskatter på realkapital än rörligt finansiellt kapital är politiskt svårt att motivera om man vill gynna realkapitalbildning. Att beskatta nödvändighetsvaror som exempelvis livsmedel hårdare än kapitalvaror och lyxvaror är svårt att förena med fördelningspolitiska mål. Att i första hand sänka inkomstskatterna för rörliga höginkomsttagare strider också mot regeringens uttalade mål att sänka inkomstskatterna för låginkomsttagare.

Ytterligare en möjlighet att upprätthålla skattetrycket är att bredda skattebaserna. Emellertid breddades skattebaserna redan kraftigt vid 1991 års skattereform och frågan

En möjlighet att upprätthålla skattetrycket är att bredda skattebaserna.

är i vilken utsträckning de går att bredda ytterligare. Det bör dock vara möjligt att ta bort ett antal skatteavvikelser. En inventering av skatteavvikelsebilagan i vårpropositionen visar att om skatteavvikelser som inte är direkt motiverade ur ett internationaliseringsperspektiv tas bort skulle detta kunna inbringa minst 50 miljarder kronor till statskassan.²⁷ Emellertid framstår även den möjligheten som politiskt komplicerad. Skatteavvikelser kan vara motiverade av andra skäl än att trygga skatteintäkter i en värld med internationaliserade marknader.

Det förefaller således svårt att i någon större utsträckning omfördela skatteuttaget från rörliga till mindre rörliga skattebaser. Det bör också påpekas att även om en omfördelning av skatteuttaget vid ett givet totalt

Det förefaller svårt att i någon större utsträckning omfördela skatteuttaget från rörliga till mindre rörliga skattebaser.

skattetryck vore möjligt är det ingen självklar lösning på problemet om det de facto är det totala skattetrycket som är avgörande för skatteflykten. Den fortgående

²⁷ Exempel på stora skatteavvikelser som inte är motiverade utifrån ett internationaliseringsperspektiv och storleken på dessa (se vårpropositionen): Nedsatt livsmedelsmoms (15,7 miljarder kronor), momsbefrielse för lotterier (3,6), arbetsgivares kostnad för arbetstagares pension (3,3), förmån av personaldator (1,4), avdrag för resor till och från arbetet (4,5), avkastning småhus (1,7), anställningsstöd (1,8), nedsättning av socialavgifter för mindre företag (5,9) och skattebefrielse för biobränslen (7,6).

internationaliseringens potentiella effekter på skattebaserna framstår som än mer bekymmersamt om också den demografiska utvecklingens effekter på statsfinanserna beaktas.

Den demografiska utvecklingen

Den demografiska utvecklingens konsekvenser för såväl makroekonomin²⁸ som de offentliga finanserna har uppmärksamats i flera sammanhang de senaste åren. I den så kallade "Stockholmsrapporten"²⁹ uppmanar kommissionen och Ekofin medlemsländerna att tidigt beakta den demografiska utvecklingens effekter på de framtida offentliga finanserna. Enligt bedömningar från Finansdepartementet³⁰ kommer andelen pensionärer i befolkningen att öka markant från och med 2008 samtidigt som andelen personer i arbetsför ålder minskar. Från och med 2020 beräknas andelen av befolkningen över 80 år öka dramatiskt. Denna utveckling medför att skatteintäkterna ökar i långsammare takt samtidigt som den offentliga sektorns kostnader för vård och omsorg ökar. I Sveriges uppdaterade konvergensprogram betonas att eventuella skattereformer de närmaste åren därför bör sättas in i ett långsiktigt perspektiv. Märkligt nog ges dock internationaliseringsprocessen marginellt utrymme i såväl "Stockholmsrapporten" som i Sveriges uppdaterade konvergensprogram.

Vid sidan om utgiftstaket tillämpas det så kallade saldomålet som innebär att regeringen har som mål att de offentliga finanserna i genomsnitt skall uppvisa ett överskott på 2 procent över en konjunkturcykel. Syftet med detta mål är bland annat att skapa en stabil finansiell grund för att möta de statsfinansiella effekterna av de framtida demografiska förändringarna. Enligt de bedömningar som Finansdepartementet gör finns det under förutsättning att saldomålet klaras fram till 2015, trots de demografiska förändringarnas negativa effekter på statsfinanserna, utrymme för såväl en viss utgiftsökning som en viss sänkning av skattekvoten. Det bör dock betonas att regeringen i dessa prognoser inte har beaktat eventuella skattebortfall orsakade av den fortgående internationaliseringen.

I "Stockholmsrapporten" uppmanar kommissionen och Ekofin medlemsländerna att se över beskattningen av förvärvsinkomster, bland annat mot bakgrund av den demografiska utvecklingens framtida negativa effekter på arbetsutbudet. Den reformering av förvärvsinkomstbeskattningen som regeringen inledde 2000

²⁸ Se bland annat Lindh (2000).

²⁹ Report from the Commission and the (ECOFIN) Council to the European Council (Stockholm, 23/24 March, 2001).

³⁰ Se bland annat Långtidsutredningen (SOU 2000:7) och Sveriges uppdaterade konvergensprogram.

är ett steg i denna riktning. Regeringen har också aviserat att man avser att se över tidiga pensionsavgångar orsakade av privata pensionsavtal tecknade mellan arbetsgivare och löntagare. Vid en sådan översyn kan det också finnas anledning att se över den statliga skattesubventionen av privat pensions-sparande. Ett skattemässigt gynnat privat pensions-sparande kan innebära att fler skattebetalare väljer att gå i pension före 65 års ålder (enligt gällande regler kan det privata pensions-sparandet betalas ut från 55 års ålder), vilket bidrar till att minska det totala arbetsutbudet. Sett enbart mot bakgrund av den demografiska utvecklingen och dess framtida effekter på skatteintäkter och utgifter, är denna skatteförmån inte optimal. Subventioneringen av privat pensions-sparande är dessutom ett avsteg från skattereformens intention om en likformig kapitalin-komstbeskattning.³¹

Regeringen har aviserat att man avser att se över tidiga pensionsavgångar orsakade av privata pensionsavtal.

Medlemskapet i EU

Medlemskapet i EU lägger vissa restriktioner på utformningen av skattesystemet och möjligheten att föra en oberoende skattepolitik. EG:s statsstödsregler, konvergenzkriterierna, Stabilitets- och tillväxtpakten, EU:s allmänna riktlinjer för den ekonomiska politiken och kommissionens utövande av ”peer pressure” mot länder som utifrån kommissionens perspektiv för en pro-cyklisk finanspolitik är några exempel.

Nationell suveränitet i skattefrågor kontra EG:s statsstödsregler.

Varje medlemsland har i princip vetorätt i skattefrågor. EG:s regelverk om statsstöd är dock tillämpbara även på vissa skattefrågor.³² Det är kommissionen som tolkar statsstödsreglerna och godkänner eller förbjuder eventuella statsstöd orsakade av såväl direkta transfereringar som skattenedsättningar. Ett aktuellt exempel återfinns inom alkoholbeskattningen. I Sverige beskattas vin relativt hårdare än öl, detta även efter kompensation för alkoholinnehållet. Indirekt innebär det att det svenska alkoholskatte-reglerna gynnar de svenska ölproducenterna men missgynnar de andra EU-ländernas vinproducenter. Det råder dock i vissa fall

³¹ I den mån man anser att privat pensions-sparande bör skattegynnas utan att det leder till tidigare pensionsavgångar, kan den ålder varvid de privata pensionerna tidigast kan börja betalas ut höjas.

³² Artikel 87 i Romfördraget (citrat): ”Om inte annat föreskrivs i detta fördrag, är stöd som ges av en medlemsstat eller med hjälp av statliga medel, av vilket slag det än är, som snedvrider eller hotar att snedvrیدا konkurrensen genom att gynna vissa företag eller viss produktion, oförenligt med den gemensamma marknaden i den utsträckning det påverkar handeln mellan medlemsstaterna”.

oklarheter om hur statsstödsreglerna skall tolkas. Räknas exempelvis de olika nedsättningarna av energi- och koldioxidskattesatserna riktade till näringslivet – vars syfte är att inte försämra de svenska företagens internationella konkurrenskraft – som ett otillåtet statsstöd?

Det är möjligt för EU att göra ingrepp i den svenska skattelagstiftningen trots att Sverige i princip har vetorätt i skattefrågor.

I den utsträckning EG:s statsstödsregler visar sig tillämpbara även på skatteområdet, är det möjligt för EU att göra ingrepp i den svenska skattelagstiftningen trots att Sverige i princip har vetorätt i skattefrågor. Om exempelvis den generella nedsättningen av koldioxidskatten till näringslivet – som regeringen i nuvarande skatteavvikelseredovisning inte anser utgör en skatteavvikelse eftersom ett avskaffande av nedsättningen skulle leda till ett större utsläpp av koldioxid i omvärlden – skulle visa sig omfattas av EG:s statsstödsregler, står regeringen inför två alternativ: antingen att helt ta bort nedsättningen vilket skulle försämra näringslivets internationella konkurrenskraft och ge negativa sysselsättningseffekter eller att sänka den generella koldioxidskatten, vilket får såväl statsfinansiella som miljömässiga konsekvenser.³³

Konvergenskriterierna, Stabilitets- och tillväxtpakten, EU:s allmänna riktlinjer för den ekonomiska politiken och ”Peer pressure”.

Vid ministerrådets möte i Lissabon i mars 2000 bestämdes att en rapport skulle presenteras under Sveriges ordförandeskap våren 2001, vars syfte skulle vara att bedöma vilken inverkan finanspolitiken har på den ekonomiska tillväxten och arbetslösheten. Rapporten skulle särskilt uppmärksamma den höga arbetsinkomstbeskattningen för låginkomsttagare, de offentliga utgifternas roll för real- och humankapitalbildningen samt frågan om de offentliga finansernas långsiktiga stabilitet bland annat mot bakgrund av den demografiska utvecklingen. Kommissionen färdigställde i december 2000 en rapport³⁴ som senare kom att ligga till grund för den ovan nämnda ”Stockholmsrapporten” vars slutsatser kommer utgöra en del av EU:s allmänna riktlinjer för den ekonomiska politiken. I kommissionens ursprungliga rapport hänvisas till en tidigare kommissionsrapport – *Public Finance in EMU* – i vilken fyra kriterier presenteras som bör användas vid en bedömning av om en skattereform kan leda till en bestående sänkning av skattekvot.

³³ Ur ett ekonomiskt perspektiv kan EG:s statsstödsregler till viss del synas märkliga. De förbjuder i vissa avseenden selektiva skattenedsättningar till näringslivet även om skattesatserna efter sänkningen är högre än EU:s genomsnittliga skattesatser.

³⁴ ”The Contribution of Public Finances to Growth and Employment: Improving Quality and Sustainability”, COM (2000) 846 final.

ten samtidigt som Maastrichtfördragets krav på att budgetunderskottet inte får överstiga 3 procent säkerställs. Som ett första steg bör medlemsländerna uppfylla *Stabilitets- och tillväxtpaktens* mål att budgetsaneringen så snart som möjligt skall leda till att man kan komma ”nära balans eller uppnå ett överskott” i budgeten för att de mål³⁵ som sattes upp av Europeiska rådet i Lissabon skall uppnås. För det andra får eventuella reformer inte vara pro-cykliska. För det tredje skall hänsyn tas till skuldsättningen och en långsiktigt hållbar budgetsituation innan kostsamma skattereformer genomförs. Och slutligen skall skattereformer ingå som en del i ett övergripande reformpaket. Det första kriteriet innebär att skattesänkningar som inte är *kompenserade* (genom höjning av andra skatter eller utgiftsnedskärningar) bara skall genomföras om *Stabilitets- och tillväxtpaktens* mål är uppfyllt. Det andra kriteriet är nödvändigt för att undvika en omotiverad strukturell försämring av de offentliga finanserna. Det tredje kriteriet innebär att medlemsländer som har en skuldsättningsgrad som överstiger referensvärdet på 60 procent bör eftersträva skuldsanering före kostsamma skattereformer. Det fjärde kriteriet innebär att skattereformer bör vara inriktade på att minska snedvridningarna i ekonomin (öka arbetsutbudet, bidra till skatteväxling och reformera förmånssystem et cetera.) Medlemsländerna har inte förbundit sig att följa de fyra skattekriterierna. I ”Stockholmsrapporten” skrivs istället i mer vaga termer att ...”to meet the short-run challenges, and consistently with the Stability and Growth Pact, the Council and the Commission affirm the need to avoid pro-cyclical fiscal policies, especially by strict expenditure control.” Något direkt förbud mot pro-cykliska skattesänkningar aviseras alltså inte. Emellertid visar kommissionens ”utpekande” av Irland att man kommer att utöva ”peer pressure” mot länder som för en pro-cyklisk finanspolitik.

I ”Stockholmsrapporten” påpekar kommissionen och Ekofin också att beräkning av så kallade *strukturella budgetsaldon* bör användas som ett komplement till andra metoder för att analysera de offentliga finansernas struk-

turella position. Det beräknade strukturella budgetsaldot rensar bort konjunkturens inverkan på det faktiska budgetsaldot och visar således hur stort budgetöverskottet/underskottet skulle vara om ekonomin varken befinner sig i en högkonjunktur eller lågkonjunktur. Även om det beräknade strukturella budgetsaldot är förknippat med betydande metod- och mätproblem, bör det ge en indikation på

**Det beräknade strukturella
budgetsaldot ger en indikation på om
den förda finanspolitiken är hållbar
på medellång sikt.**

³⁵ Vid Europeiska rådet i Lissabon fastställdes ett nytt strategiskt mål för EU: ”att bli världens mest konkurrenskraftiga och dynamiska kunskapsbaserade ekonomi, med möjlighet till hållbar ekonomisk tillväxt med fler och bättre arbetstillfällen och en högre grad av social sammanhållning”.

om den förda finanspolitiken är hållbar på medellång sikt och om eventuella skattesänkningar riskerar att bli pro-cykliska. Som konstateras av bland annat Lindh och Ohlsson (2000) har den svenska finanspolitiken under flera decennier haft betydande pro-cykliska inslag. Även om Sveriges regering inte har förbundit sig att inte göra pro-cykliska skattesänkningar bör saldomålet bidra till att sådana skattesänkningar kan undvikas.

Utgiftstaket skapar incitament till nya skatteavvikelser

Fackdepartementen kan kringgå utgiftstaket genom att lägga förslag om skattelättnader kopplade till utgiftsområdet.

Den svenska budgetprocessen stramades upp 1997. Riksdagen fastställer numera varje år utgiftstak för den kommande treårsperioden. Utgifter på budgetens utgiftssida prövas således varje år. Detta gäller inte förslag på inkomstsidan. Fackdepartementen kan därför i princip kringgå utgiftstaket genom att lägga förslag om skattelättnader kopplade till det aktuella utgiftsområdet. Även om skatteavvikelseredovisningen till viss del tydliggör eventuell särslagstiftning till följd av att utgiftstaket kringgås, utgör denna redovisning inte något formellt hinder för ett sådant förfarande som – om det utnyttjas i tillräckligt stor utsträckning – riskerar att urholka syftet med utgiftstaket. Ett förslag som har diskuterats som skulle förhindra ett sådant förfarande är att skatteavvikelseberäkningarna bör integreras vid anslagstilldelningen i den meningen att förändringar i skatteavvikelser alltid skall föranleda en korrigerings av såväl det totala utgiftstaket som anslagen till de olika fackdepartementen. En skatteavvikelse kan ju i princip ersättas – i det fall den tas bort – med ett direkt bidrag till de medborgare som ursprungligen omfattades av skatteavvikelsen. Till skillnad från en skatteavvikelse skulle ett sådant bidrag redovisas som en utgift på budgetens utgiftssida och således omfattas av utgiftstaket. Emellertid är en sådan total integrering förknippad med betydande tekniska problem³⁶ och är därmed knappast realistisk, åtminstone inte i det korta perspektivet.

Mot bakgrund av internationaliseringsprocessen kan man i detta sammanhang också fråga sig om det är ändamålsenligt att ha en skatteavvikelseredovisning som grundar sig på principen om en enhetlig beskattning av olika ekonomis-

³⁶ Så är det till exempel inte möjligt på grund av brist på relevanta data att kvantifiera alla skatteavvikelser. Hur skall ej kvantifierbara skatteavvikelser hanteras i budgetprocessen? Skall förändringar i redan befintliga skatteavvikelsers storlek orsakade av nominella förändringar i skattebaserna föranleda en korrigerings av anslag och utgiftstak eller skall enbart nyttillkommande eller borttagna avvikelser föranleda en korrigerings?

ka aktiviteter. Ett exempel inom energibeskattningen illustrerar problemet. Den lägre koldioxidskattesats som tillämpas för näringslivet anses i dagens skatteavvikelseberedovisning utgöra en del av normen eftersom ett avskaffande av nedsättningen skulle leda till ett

större utsläpp av koldioxid i omvärlden. Här görs således redan idag ett avsteg från en konsekvent tillämpad likformighetsnorm. Ett annat exempel på där det skulle kunna vara motiverat att tillämpa olika normer är inom beskattningen av kapital. Det kan ur ett internationaliseringsperspektiv finnas skäl att beskatta realkapital hårdare än finansiellt kapital. Finns det mot bakgrund av detta skäl att ha en norm om en likformig beskattning i så stor utsträckning som möjligt men avvika från denna norm där internationaliseringen så kräver till exempel inom kapital- och energibeskattningen? I det senare fallet skall inte avvikelser från en enhetlig beskattning ses som skatteavvikelser. Även om en tillämpning av olika normer kan vara motiverad ur detta perspektiv riskerar det att urholka nuvarande syfte med skatteavvikelseberapporteringen. Det skulle också vara ett stort avsteg från intentionen i 1991 års skattereform. Under förutsättning att regeringen håller fast vid likformighetsnormen för att påvisa subventioner och sanktioner i skattesystemet kan avsteg från normen motiverad med effektivitets- eller fördelningsargument. Med ett sådant synsätt kan exempelvis en relativt sett hög beskattning av trögrodliga skattebaser ses som en skattesanktion som motiveras av internationaliseringsprocessen.

Finns det skäl att ha en norm om en likformig beskattning i så stor utsträckning som möjligt men avvika från denna norm där internationaliseringen så kräver?

Skattepolitiken de närmaste åren

I detta avslutande avsnitt diskuteras de skatteförändringar som aviserats i budgetpropositionen för 2001 och i vårpropositionen 2001. Diskussionen fokuserar i första hand på skattereformer som dels relaterar till vad som ovan sagts om mer långsiktiga skattepolitiska utmaningar, dels relaterar till diskussionen om de grundläggande principiella utgångspunkterna för skattesystemet.

Arbetsinkomstbeskattning. Sedan 1991 års skattereform har skattesystemet förändrats i flera avseenden; bland annat har marginalskatteeffekterna höjts till följd av införandet av allmänna egenavgifter.³⁷ Inkomståret 2000 inledde emeller-

³⁷ De allmänna egenavgifterna infördes 1992 som en del av "krisuppgörelsen" men har därefter kommit att ändras vid flera tillfällen. Sedan 1998 består den allmänna egenavgiften enbart av en allmän pensionsavgift som från och med 2000 uppgår till 7 procent av avgiftsunderlaget.

Sett ur perspektivet av den demografiska utvecklingens effekter på det totala arbetsutbudet är en reformering av arbetsinkomstbeskattningen central.

föras successivt och ges i form av en skattereduktion. I år har det andra steget i reformen genomförts vilket innebär att skattebetalarna ges en skattereduktion motsvarande 50 procent av den allmänna pensionsavgiften. Vid sidan om kompensationen för den allmänna pensionsavgiften har regeringen som mål att genom en justering av skiktgränserna i inkomstbeskattningen minska andelen personer som betalar statlig inkomstskatt till 15 procent. För 2001 har skiktgränserna justerats så att 17 procent av skattebetalarna beräknas betala statlig inkomstskatt. Regeringen har aviserat att ett eventuellt tredje och fjärde steg i reformen av förvärvsinkomstbeskattningen under 2002 och 2003 är betingat av bland annat utfallet av lönerörelsen. En annan "restriktion" som regeringen har att brottas med är kommissionens rekommendation att undvika pro-cykliska skattesänkningar. Om produktionsgapet sluts eller till och med blir positivt och så förblir de kommande två åren, riskerar de sista två stegen i reformen – i det fall de genomförs under 2002 och 2003 – att bli pro-cykliska. Reformen riktar sig emellertid delvis till ekonomins utbudssida då den tillsammans med maxtaxereformen förhoppningsvis ger positiva effekter på arbetsutbudet. Sett ur perspektivet av den demografiska utvecklingens effekter på det totala arbetsutbudet är därför en reformering av arbetsinkomstbeskattningen central.

Skatteväxlingskommitténs bedömning är att det finns ett utrymme för skatteväxling under perioden 2001–2010 på cirka 30 miljarder kronor.

dels ökar miljörelateringen av skattesystemet, dels har potentialen att öka arbetsutbudet. I budgetpropositionen för 2001 hänvisar regeringen till Skatteväxlingskommitténs bedömning att det finns ett utrymme för skatteväxling under perioden 2001–2010 på cirka 30 miljarder kronor. Ett stort problem med en sån omfattande skatteväxling är att den sannolikt har betydande fördelningseffekter, något som regeringen också uppmärksammar i budgetpropositionen. Höjda energiskatter får ofta regressiva effekter eftersom konsumtionen av energi mätt som

tid regeringen en reform av arbetsinkomstbeskattningen som syftar till att kompensera skattebetalarna för den allmänna pensionsavgiften. Syftet är också att få ned de höga marginaleffekterna i skattesystemet. Regeringen har aviserat att kompensationen skall genom-

Skatteväxling. Den 1 januari i år genomfördes en budgetneutral skatteväxling; punktskatterna på el och bränsle höjdes samtidigt som grundavdraget i inkomstbeskattningen höjdes och socialavgifterna sänktes. En skatteväxling av detta slag har fördelen att den

andel av den disponibla inkomsten är större för låginkomsttagare än för höginkomsttagare. Även EU:s statsstödsregler är ett problem i detta sammanhang. Dessa regler kan medföra att det blir svårt att höja de generella miljörelaterade skattesatserna och samtidigt medge undantag till de konkurrensutsatta delarna av näringslivet.³⁸

Fastighetsskatt. För att taxeringsvärdena för fastigheter bättre skulle spegla marknadsvärdena åren mellan de allmänna fastighetstaxeringarna infördes 1996 ett system med årliga justeringar av taxeringsvärdena. På grund av de kraftiga värdeökningarna i tillväxtregionerna beslöt regeringen 1998 efter hårt opinionstryck att ”frysa” taxeringsvärdena temporärt på 1997 års nivåer. Taxeringsvärdena kom emellertid att förbli ”frysta” i tre år i avvaktan på ett mer långsiktigt ställningstagande.³⁹ Den 1 januari i år återinfördes den årliga justeringen av taxeringsvärdena. För att åtminstone till viss del motverka de stora ökningarna av taxeringsvärdena som uppstår då ”frysningen” av taxeringsvärdena upphör, har fastighetsskattesatsen i år sänkts från 1,5 till 1,2 procent för småhus och från 1,2 till 0,7 procent för hyreshus. Fastighetsskattesatssänkningen för småhusägarna uppgår till 20 procent medan taxeringsvärdena ökar med uppemot 100 procent i vissa kommuner. Fastighetsskatten ökar därmed med uppemot 60 procent för vissa hushåll mellan 2000 och 2001. Eftersom fastighetsskatten i princip tas ut på en fiktiv icke monetär boendeavkastning kan detta innebära att hushåll med ”låga” inkomster kan komma i likviditetsbrist i den mån fastighetsskatten inte kan betalas genom att småhusen belånas. Mot bakgrund av detta – och sannolikt med en förhoppning om att lugna debatten om fastighetsskatten – presenterade regeringen under våren en departementspromemoria med ett förslag på en begränsningsregel för fastighetsskatten.⁴⁰ Modellen innebär att fastighetsskatten efter skattereduktion under vissa förutsättningar inte skall överstiga 5 procent av hushållets sammanlagda inkomst definierad på ett visst sätt.

Finansdepartementets skattereduktionsmodell bidrar – i det fall den införs – till att de redan höga marginaleffekterna i skattesystemet späs på ytterligare vilket

³⁸ Regeringen tillsatte den 19 april i år en parlamentarisk kommitté som skall utreda utformningen av regler för nedsättning av energiskatt för vissa sektorer. Kommittén skall analysera och föreslå lämpliga kriterier för vad som skall anses vara konkurrensutsatt verksamhet och i vilken utsträckning detta bör motivera energiskattelättnader.

³⁹ Den politiska debatten kring fastighetskatten har också handlat om huruvida beskattningen av de olika upplåtelseformerna är likformig. Peter Englund analyserar i en artikel i detta nummer av Penning- och valutapolitik den skattemässiga neutraliteten mellan upplåtelseformerna hyresrätt och äganderätt. Effekten av räntebidragen behandlas dock inte i hans artikel. Se Fastighetsbeskattningskommitténs betänkande, kapitel 11, SOU 2000:34 för en analys av räntebidragssystemets betydelse för den skattemässiga neutraliteten mellan upplåtelseformerna hyresrätt och äganderätt.

⁴⁰ En begränsning för fastighetsskatten genom skattereduktion, promemoria, Finansdepartementet, mars 2001.


är olyckligt sett ur perspektivet av den demografiska utvecklingens effekter på arbetsutbudet. Dessutom skulle kapitalinkomstskatten – i detta fall fastighetsskatten – med Finansdepartementets förslag bli beroende av förvärvsinkomstens storlek. Detta vore ett tydligt avsteg från den duala inkomstskattemodell som infördes med skattereformen.⁴¹

Ur ett internationaliseringsperspektiv kan det, som konstaterats ovan, vara viktigt att upprätthålla eller till och med öka skatteintäkterna från trögrörliga skattebaser som exempelvis fastighetsskattebasen. En relevant fråga i detta sammanhang är därför om en sådan begränsningsregel som Finansdepartementet föreslår lugnar debatten och förbättrar möjligheten att bibehålla fastighetsskatteuttaget i framtiden. Ett antal faktorer talar emot detta. För det första är begränsningsregeln utformad så att de flesta hushåll med ”normala” inkomster, som köpt småhus med hög belåning för ett fåtal år sedan och som inte kunnat förutse de kraftiga taxeringsvärdeökningarna, inte kommer i åtnjutande av skattereduktion trots att de kan ha ett sådant likviditetsproblem som regeln löser för hushåll med lägre inkomster. För det andra kommer taxeringsvärdena öka ytterligare 2002 i vissa tillväxtområden på grund av att småhuspriserna har fortsatt att öka. Vid nästa allmänna fastighetstaxering av småhus 2003 riskerar taxeringsvärdena i vissa områden att öka ytterligare, beroende på att det då är prisutvecklingen i de så kallade värdeområdena som slår igenom på taxeringsvärdena. Åren mellan de allmänna fastighetstaxeringarna är det prisutvecklingen i de så kallade prisutvecklingsområdena som slår igenom på taxeringsvärdena. Dessa prisutvecklingsområden innehåller ett antal värdeområden med olika prisutveckling. Eftersom prisutvecklingen inom ett prisutvecklingsområde kan variera kraftigt kan taxeringsvärdena på vissa fastigheter komma att stiga kraftigt vid den allmänna fastighetstaxeringen 2003 även om den genomsnittliga prisnivån inte skulle komma att förändras efter upptaxeringen 2002. För det tredje omfattar inte begränsningsregeln förmögenhetsskatten som – för låg- och normalinkomsttagare med det egna hemmet som sin enda förmögenhet – också kan ge upphov till likviditetsproblem då taxeringsvärdena ökar.

Ur ett samhällsekonomiskt perspektiv kan det vara befogat med ett högt fastighetsskatteuttag till förmån för lägre skatter på arbetsinkomster.

Fastighetsskatteproblematiken bör sättas in ett större sammanhang. För de allra flesta inkomsttagare vägs de senaste årens fastighetskatteökningar helt eller delvis upp av skattereduktionen för den allmänna pensionsavgiften. Ur ett samhällsekonomiskt perspektiv

⁴¹ Se också Riksbankens yttrande över Finansdepartementets förslag, 01-517-DIR.




kan det – inte minst mot bakgrund av den demografiska utvecklingens negativa effekter på arbetsutbudet – därför vara befogat med ett högt fastighetsskatteuttag till förmån för lägre skatter på arbetsinkomster. Emellertid krävs det en stor portion politisk pedagogik för att förklara det för småhusägare som idag upplever fastighetsskatten som orättfärdig. De problem som fastighetsskatten orsakat de senaste åren i tillväxtorterna och i skärgården beror uteslutande på taxeringsvärdenas starka koppling till marknadsvärdena. I genomsnitt för riket utgör knappast fastighetsskatteuttaget något större problem. Om fastighetsskattens viktigaste uppgift i framtiden är att trygga skatteintäkter i en värld med internationaliserade marknader, måste inte fastighetsskatten med nödvändighet kopplas till marknadsvärdet. Ur ett sådant perspektiv finns det heller inget uppenbart skäl till att motivera fastighetsskatten på egna hem som en del av en symmetrisk kapitalinkomstbeskattning.

Sammanfattning

I denna uppsats har ett antal framtida skattepolitiska utmaningar identifierats och diskuterats. Internationaliseringsprocessen, ökad skattekonkurrens, medlemskapet i EU, den restriktiva budgetprocessen med utgiftstak och saldomål samt framtida demografiska förändringar är alla faktorer värda att beaktas vid en bedömning av hur det svenska skattesystemet kan komma att utformas i framtiden. Regering och riksdag står inför ett intrikat problem att uppnå balans mellan olika skattepolitiska mål såväl på kort som på lång sikt. Att statsfinanserna idag inte utgör ett problem, att Sverige periodvis har kunnat kombinera hög tillväxt med ett högt skattetryck och att effekterna av internationaliseringen och skattekonkurrensen idag bedöms vara relativt små skall inte tas som intäkt för att inget behöver göras inom en snar framtid. Det krävs en stor portion politisk pedagogik för att genomföra en skattereform där trögörliga skattebaser beskattas hårdare än mindre trögörliga skattebaser, inte minst mot bakgrund av fördelningspolitiska problem och debatten om fastighetsskattens konstruktion. Fortsatta inkomstskattesänkningar för låginkomsttagare är önskvärda men riskerar att få stå tillbaka i en värld där andra skattebaser är mer utsatta för internationaliseringen – såvida inte regeringen är beredd att på sikt sänka det totala skattetrycket.

En diskussion om skattepolitiska prioriteringar de närmaste åren måste med nödvändighet också innehålla en diskussion om vilka principer skattesystemet skall vila på. Principen om en likformig beskattning av olika ekonomiska aktiviteter kanske inte är möjlig eller ens önskvärd att upprätthålla i en värld med internationaliserade marknader. De principer som låg till grund för ”århundradets



Principen om en likformig beskattning av ekonomiska aktiviteter är kanske inte är möjlig eller ens önskvärd att upprätthålla i en värld med internationaliserade marknader.

Möjligheten finns att det i framtiden blir svårt att upprätthålla skattetrycket på dagens nivå.


sådan situation väcks ett antal frågor: Vilka skatter skall i sådant fall sänkas? Vilka alternativa finansieringskällor finns? Hur skall de fördelningspolitiska målen nås i en sådan situation? Vilken offentlig verksamhet skall prioriteras?

skattereform” 1991 är kanske idag – tio år senare – inte optimala i perspektivet av de långsiktiga utmaningar skattesystemet står inför.

Möjligheten finns att det i framtiden blir svårt att upprätthålla skattetrycket på dagens nivå. Låt oss hypotetiskt anta att det i framtiden anses nödvändigt att sänka den svenska skattekvoten till genomsnittlig EU-nivå. En sådan sänkning kräver att skatteintäkterna minskar med cirka 200 miljarder kronor. I en

Referenser

- Andersson, K., (2000), *Den nya ekonomin – Skatter*, rapport, Industriförbundet.
- Atkinson, B. A. & Stiglitz, J. E., (1980), *Lectures on Public Economics*, McGraw-Hill.
- Auerbach, A., "Taxation and Corporate Financial Policy", in Auerbach, A. & Feldstein, M., (eds.), *Handbook of Public Economics*, forthcoming.
- Boije, R. & Shahnazarian, H., (2000), "Hur skall fastighetsskattesatsen för småhus bestämmas?", Forskningsrapport 00/6, Institutet för bostads- och urbanforskning, Uppsala universitet.
- COM, (2000), "The Contribution of Public Finances to Growth and Employment: Improving Quality and Sustainability", 846 final.
- Eklund, K., (1998), *Fakten på den försvinnande skatten, Globaliseringen och rörliga skattebaser*, SNS Förlag, Stockholm.
- Englund, P., (2001), "Fastighetsskattens roll i skattesystemet", *Penning- och valutapolitik* nr 2, Sveriges riksbank.
- European Economy, (2000), "Public Finances in EMU – 2000", Reports and Studies, 3.
- Finansdepartementet, (2000), *Internationaliseringens betydelse för svenska skattebaser och framtida skattestruktur*, Dir. 2000:51.
- Finansdepartementet, (2000), *Sveriges uppdaterade konvergensprogram*, november.
- Finansdepartementet, (2001), *En begränsningsregel för fastighetsskatten genom skattereduktion*, promemoria, mars.
- Lindh, T., (2000), "Makroekonomiskt beroende av demografin: En nyckel till bättre framtidsbedömningar", *Penning- och valutapolitik* nr 2, Sveriges riksbank.
- Lindh, Y. & Ohlsson, H., (2000), "Trends in Swedish Public Finances – Past and Future", *Penning- och valutapolitik* nr 4, Sveriges riksbank.
- Primarolorapporten, (1999), "Report from the Code of Conduct Group to ECOFIN Council on 29 November 1999".
- Regeringens proposition (2000/01:1), *Budgetpropositionen för år 2001*.
- Regeringens proposition (2000/01:100), *2001 års ekonomiska vårproposition*.
- Rosen, H. S., (1999), *Public Finance*, femte upplagan, McGraw-Hill, International Editions.
- RSV, (2000), *Vår förvaltning år 2010 – i globaliseringens spår*, Rapport 2000:9.
- Shahnazarian, H. & Stoltz, B., (1999), "En översikt av olika synsätt på dubbelbeskattningens ekonomiska effekter på den reala ekonomin", promemoria, Skatteenomiska enheten, Finansdepartementet.
- SOU 1995:36, *Förmåner och Sanktioner – en samlad redovisning*, betänkande avlämnat av Utredningen om statliga subventioner.



SOU 2000:7, Långtidsutredningen.

SOU 2000:34, *Likformig och neutral fastighetsbeskattning*, betänkande från Fastighetsbeskattningskommittén.

The Commission and the (ECOFIN) Council, (2001), "The Contribution of Public Finances to Growth and Employment: Improving Quality and Sustainability", Report to the European Council, Stockholm – 23/24 March.

Fastighetsskattens roll i skattesystemet

AV PETER ENGLUND

Peter Englund¹ är professor vid Handelshögskolan i Stockholm.

Få skattefrågor väcker så starka känslor som beskattningen av boendet. På 1970- och 1980-talet präglades mycket av debatten av upprördhet över de stora obeskatade kapitalvinster som småhusägare och bostadsrättsinnehavare kunde göra. Skattesystemet bidrog till att stora grupper fick ”betalt för att bo” för att citera titeln på en bok av Bo Sandelin och Bo Södersten från 1978. I takt med att skattesystemet reformerats har debatten i stället fokuserat på hur vissa grupper drabbats i samband med ändringar i regelverket eller i de ekonomiska förutsättningarna för att tillämpa regelverket. På senare tid är det särskilt fastighetsskatten som visat sig vara en politiskt het potatis. Här har det inte handlat om regeländringar utan i stället om effekterna av en konsekvent tillämpning av gällande system för fastighetsbeskattning när basen för skatten ändrats till följd av stigande marknadsvärden.

Att bostadsbeskattningen upplevs som viktig är naturligt mot bakgrund av att bostadskonsumtionen svarar för en mycket stor andel av hushållens utgifter, och att den inte kan ändras annat än till priset av stora flyttkostnader. Just därför är det särskilt viktigt att

lyfta perspektivet över dagspolitikens frågor om vinnare och förlorare. I denna uppsats skall jag försöka bena ut de principiella frågorna omkring beskattning av boendet med fokus på fastighetsskattens roll. Utgångspunkten tas i de allmänna skatteeconomiska principer som gäller för konsumtions- och inkomstbeskattning. Först när man är klar över hur dessa bör tillämpas på boende kan man diskutera

Att bostadsbeskattningen upplevs som viktig är naturligt mot bakgrund av att bostadskonsumtionen svarar för en mycket stor andel av hushållens utgifter.

¹ Uppsatsen bygger till stora delar på Englund (2000).

de yttringar av fastighetsskatten som gett upphov till den mest inflammerade debatten, som att skatten stiger mest i de områden där marknadspriserna ökar särskilt snabbt.

Bostäder beskattas genom en rad olika skatter. Bostadsföretag betalar bolagskatt på sina vinster, hushåll och bostadsföretag betalar fastighetsskatt, hushåll betalar inkomstskatt på kapitalinkomster med rätt till avdrag för ränteutgifter, bostadsföretag betalar arbetsgivaravgifter för sina anställda, och konsumtion av boendetjänster är belagd med moms på olika stadier i produktionsprocessen. Vidare subventioneras vissa hushålls bostadskonsumtion genom bostadsbidrag och vissa lån genom räntesubventioner. Det är samspelet mellan alla dessa skatter och subventioner som har betydelse.

Hur bör bostäder beskattas?

Bostaden är ett kapitalföremål och därmed ett potentiellt investeringsobjekt; i kombination med drifts- och underhållsinsatser genererar den emellertid nyttigheter som kan konsumeras.

I olika sammanhang har man gjort ett nummer av frågan om bostaden bör betraktas som en konsumtionsvara eller ett investeringsobjekt, och hävdat att valet av synsätt har betydelse för hur bostäder bör beskattas. Det må vara sant att bostaden kan ses ur båda aspekterna men att ge intryck av att man

måste välja endera betraktelsesättet skapar mest förvirring. Bostaden är naturligtvis ett kapitalföremål, och därmed ett potentiellt investeringsobjekt, men i sig är den ingen konsumtionsvara. Det är först i kombination med drifts- och underhållsinsatser, uppvärmning och dylikt som den genererar nyttigheter som kan konsumeras, låt oss kalla dem boendetjänster. I den meningen är det ingen skillnad i förhållande till andra kapitalföremål, som i kombination med arbete och olika insatsvaror bidrar till att producera tjänster och varor för konsumtion – bakugnar och bagarens arbetsinsatser producerar bröd, fordon och förarnas arbetsinsatser producerar transporttjänster et cetera. Allmänna principer för val av skattesystem i en värld där konsumtionsvaror produceras med en kombination av produktionsfaktorer bör därför kunna tillämpas också på produktionen av boendetjänster, vare sig dessa produceras av ett bostadsföretag för uthyrning eller av ägaren för eget bruk.

En omfattande teoribildning analyserar så kallade optimala skattesystem. Utgångspunkten är att skattesystemet skall leda till en god balans mellan två grundläggande ekonomiska målsättningar: effektivitet i produktion och konsumtion samt en jämn fördelning av konsumtionsmöjligheter mellan olika medborgare.

Teorin, som utvecklades framför allt under 1970-talet och fortfarande kanske bäst representeras av läroboken av Atkinson och Stiglitz (1980), ger några allmängiltiga hållpunkter för hur skattesystemet kan bidra till att en sådan balans uppnås.

Problemet att välja skattestruktur uppstår därför att vi har en stor resursförbrukning i offentlig regi som måste finansieras med skatter, skatter som oundvikligen snedvrider ekonomiska beslut; höga skatter på arbetsinkomster gynnar konsumtion av fritid, höga skatter på sparande minskar utbudet av medel som kan användas för framtidsinvesteringar et cetera. Ju högre det allmänna skattetrycket är desto svårare – men också desto viktigare – blir det att väga de olika snedvridningarna mot varandra och finna en lämplig balans. Allmänt sett bör skattetrycket på en viss konsumtionsvara vara relaterat till hur känslig efterfrågan på varan är för prisändringar; ju mer efterfrågan som trängs undan genom höga skatter (det vill säga ju högre priskänsligheten är) desto större *ineffektivitet* följer av en hög skatt på just den varan. Varor med mycket oelastisk efterfrågan – ofta nödvändighetsvaror – är från denna utgångspunkt idealiska skatteobjekt. Motsvarande princip gäller för utbud av olika produktionsfaktorer till exempel arbetskraft; ju mindre lönekänslighet desto mindre är skadeverkan av höga marginalsatser.

Eftersom varor med låg priskänslighet ofta är nödvändighetsvaror² och arbetsutbudet kanske är mindre lönekänsligt inom låglönesektorer riskerar ett skattesystem som ensidigt konstruerats för att ge små effektivitetsförluster att lägga en oproportionerligt stor del av skattebördan på hushåll med låga inkomster. Det finns därför en inbyggd konflikt mellan fördelnings- och effektivitetsmålen. Om vi uppfattar boendet som en nödvändighetsvara (en "social rättighet") skulle därför den som fäster stor vikt vid utjämning förorda en låg allmän skattenivå på boendet. Denna motsättning mellan effektivitets- och fördelningsmålen bör dock inte överbetonas. Den är otvetydigt giltig i samhällen där merparten av befolkningen lever i fattigdom, men med allmänt högre levnads-

² Detta samband är dock inte så självklart som det kanske först kan låta, eftersom den priseffekt som avses är den så kallade kompenserade priseffekten, vilken neutraliserar effekten av en prisökning för dess inverkan på hushållens köpkraft.

Skattesystemet skall leda till en god balans mellan effektivitet i produktion och konsumtion samt en jämn fördelning av konsumtionsmöjligheter mellan olika medborgare.

Skattetrycket på en konsumtionsvara bör vara relaterat till hur känslig efterfrågan på varan är för prisändringar.

Det är svårt att finna stöd för att beskattningen av boendetjänster generellt bör avvika från beskattningen av konsumtionsvaror.

standard tenderar den andel av inkomsterna som går till bostadskonsumtion att vara i stort sett densamma för hushåll med olika inkomster. Det är därför svårt att finna stöd för att beskattningen av boendetjänster i ett land som Sverige generellt bör avvika från beskattningen av konsumtionsvaror i allmänhet.³

En fråga där teorin ger klarare svar rör strukturen på beskattningen av bostadstjänster producerade med olika upplåtelseformer. Trots att neutralitet mellan att äga och hyra varit ett honnörsord i svensk debatt och utredningsverksamhet under hela efterkrigstiden tycks det fortfarande vara oklart hur det exakt skall tolkas och varför det är ett naturligt mål. Ofta har det framställts som en rättvisefråga: oavsett om man väljer att äga eller hyra sin bostad skall man ha samma boendekostnader. Men det är också en effektivitetsfråga: om skattesystemet systematiskt gynnade en viss upplåtelseform skulle resurser investeras i den formen av boende i större utsträckning än om skattesystemet vore neutralt. Neutralitet i beskattningen bidrar därför till samhällsekonomisk effektivitet.⁴

Skattesystemet bör inte utformas så att det påverkar *hur* en viss vara produceras; detta leder till ineffektivitet i produktionen.

Allmänt bör skattesystemet – även om det har till uppgift att finansiera en stor offentlig budget – inte utformas så att det påverkar *hur* en viss vara produceras och därigenom leder till ineffektivitet i produktionen.⁵ Det skall så-

ledes inte påverka valet av produktionsteknik och hur olika produktionsfaktorer som kapital och arbete utnyttjas. För bostäder handlar det om produktionsmetoder i byggprocessen och om hur mycket arbetsintensivt underhåll som ”byggs in” i en fastighet i nyproduktionen; höga byggkostnader (mycket kapital) kan spara in på arbete och material längre fram under fastighetens liv. Denna princip är lätt att tillämpa på bolagsbeskattningen. För att uppnå effektivitet skall den göras *neutral* i den meningen att den beskattningsbara vinsten skall beräknas med full avdragsrätt för alla kostnader för kapital, arbete och insatsvaror. Det handlar till exempel om att den skattemässiga avskrivningstiden skall svara mot den ekonomiska livslängden på kapitalföremål. I så fall kommer den produktionsmetod som ger högst vinst före skatt också att ge högst vinst efter skatt. Skattens nivå saknar då betydelse för valet av produktionsmetod.

Valet av upplåtelseform kan ses som ett val av produktionsmetod för boende-

³ Detta utesluter inte att riktat stöd till barnfamiljer med låga inkomster, till exempel i form av bostadsbidrag, kan vara berättigat mot bakgrund av betydelsen av en god boendemiljö för barn.

⁴ Jag begränsar mig till de två renodlade fallen hyresrätt och äganderätt och bortser från det komplicerade mellanfall som bostadsrätten utgör. Metoder för att beskatta bostadsrätter diskuteras närmare av fastighetsskatteutredningen; se SOU 2000:34 kapitel 12.

⁵ Denna insikt bygger på arbeten av 1997 års Nobelprestigare James Mirrlees tillsammans med Peter Diamond; se Diamond och Mirrlees (1971).

tjänster. Den allmänna principen om neutralitet kan därför även tillämpas på beskattningen av bostäder som kan upplåtas med ägande- eller hyresrätt. Att renodla ett sådant perspektiv är av flera skäl inte invändningsfritt. Således kan man uppfatta ägande, och det självbestämmande och ansvar som det innebär, som något som har ett värde i sig, positivt för vissa kanske negativt för andra. En viktig skillnad mellan de båda upplåtelseformerna är också att villaägaren har obegränsad möjlighet att anpassa bostaden efter sin personliga smak, men samtidigt det fulla ekonomiska ansvaret för den inverkan detta har på bostadens marknadsvärde. Eftersom en hyresvärd inte kan utöva full kontroll över hur en hyreslägenhet sköts och underhålls, finns också en risk för att hyreslägenheter av detta skäl belastas med större underhållskostnader än egenhem. Man kan vidare se ägande som något som genererar externa effekter i form av ökat ansvarstagande, för närmiljön omkring bostaden och kanske också mer allmänt. I vissa länder, framför allt kanske USA, uppfattas därför en hög ägarandel som ett viktigt mål i sig.⁶ Det är också så att den som efterfrågar boende i form av ett fristående hus med tillhörande trädgård i Sverige i praktiken är hänvisad till äganderätt⁷, en upplåtelseform som kanske inte står till buds för den som önskar ett rum och kökvrå. Valet av upplåtelseform är således kopplat till val av bostadstyp. Av dessa skäl är ägda och hyrda boendetjänster i viss utsträckning olika varor, men eftersom de fyller samma grundläggande behov är det ändå fruktbart att betrakta dem som samma vara.

Differentierade skatter mellan ägda och hyrda bostäder skulle således i princip kunna motiveras utifrån teorin för optimal beskattning. Det är dock inte lätt att veta åt vilket håll en sådan differentiering skulle gå.⁸ Låt oss därför hålla fast vid att betrakta boendetjänster från ägda och hyrda bostäder som samma vara och att boendekostnaden efter skatt därför skall vara densamma för den som äger sin bostad som för hyresgästen. Vi kan nu granska bostadsbeskattningen i dessa avseenden. Är beskattningen av hyresfastigheter neutral?

Valet av upplåtelseform kan ses som ett val av produktionsmetod för boendetjänster.

Låt oss betrakta boendetjänster från ägda och hyrda bostäder som samma vara; boendekostnaden efter skatt skall därför vara densamma.

⁶ Det finns också en del amerikansk forskning som kan tolkas som att valet av upplåtelseform påverkar förhållanden som barnens skolresultat med mera; se till exempel Green och White (1997).

⁷ I länder med större rörlighet såsom USA finns det en hyggligt fungerande hyresmarknad för småhus, åtminstone för kortare kontraktstyper.

⁸ Empiriskt sett tycks valet mellan att äga och hyra kännetecknas av hög inkomstkänslighet och låg priskänslighet. Detta kan sammanhånga med att ägande är förenat med större risktagande och att vissa grupper inte har möjlighet till ägande på grund av kreditrestriktioner.

Beskattas villaägarna så att deras boendekostnader blir desamma som hyresgästernas? Vi börjar med den första frågan.

Beskattning av hyresfastigheter

Analysen av skattesystemets effekter kompliceras av i vilken utsträckning fastigheter är finansierade med eget eller lånat kapital.

Analysen av skattesystemets effekter kompliceras av i vilken utsträckning fastigheter är finansierade med eget eller lånat kapital. För ägarkapitalet måste man nämligen ta hänsyn till skatten på både företags- och ägarnivå.

Eftersom kostnader för ägarkapital, det vill säga bolagens utdelning till sina aktieägare, inte får dras av mot underlaget för bolagsskatt är skuldfinansiering gynnad av skattesystemet. Detta i kombination med att allmännyttiga bostadsföretag, ofta med mycket litet eget kapital, spelar en dominerande roll på svensk hyresmarknad gör det naturligt att renodla framställningen genom att anta att såväl hyresvärdar som villaägare belånar sina fastigheter till 100 procent.⁹ Antagandet om full lånefinansiering kan synas ganska speciellt, åtminstone i en inflationsekonomi med stigande fastighetspriser, där det förutsätter obegränsade möjligheter att låta belåningen följa med nominellt stigande fastighetspriser på åldrande fastigheter. Fram till mitten av 1980-talet när inflationen var snabb, realräntorna låga eller negativa och kreditmarknaden reglerad var finansieringsproblem säkerligen en begränsande faktor. Med 1990-talets välutvecklade finansmarknader och en ekonomi med låg inflation och låga nominalräntor har sådana restriktioner mindre betydelse.

Den hyresnivå som etableras på marknaden bestäms av hyresvärdarnas kostnader samt de vinster som konkurrensen på marknaden och olika regleringar tillåter dem att ta ut.

Den hyresnivå som kommer att etableras på marknaden bestäms av hyresvärdarnas kostnader samt de vinster som konkurrensen på marknaden och olika regleringar kan tillåta dem att ta ut. Eftersom bostadsbeståndet är heterogent och det är svårt för konsumenterna att skaffa sig en god överblick över marknaden är det inte sannolikt att konkurrensen på en oreglerad marknad skulle eliminera alla vinster. För den svenska hyresmarknaden syftar dock regleringen genom bruksvärdesystemet till att hyrorna skall vara baserade på kostnaderna i de allmännyttiga bostadsföretagen. Det är därför naturligt att utgå från att hyresni-

⁹ Effekter av dubbelbeskattningen av det egna kapitalet behandlas i Englund (2000). De numeriska beräkningar som presenteras där tyder på att dubbelbeskattningens verkningar är ganska begränsade. En ökning av andelen eget kapital från 0 till 40 procent leder till att hyresnivån höjs med cirka 10 procent.

vån bestäms av bostadsföretagens kostnader efter skatt. Det som har betydelse är de *reala* kostnaderna med hänsyn tagen till fastigheternas värdestegring. Dessa utgörs av summan av drifts- och underhållskostnader $w_h l_h$ och räntekostnader r med avdrag för värdeminskning $\delta \cdot P$.¹⁰ Driftskostnaderna består av såväl material- som arbetskostnader. För enkelhets skull betecknar vi dem, som om de enbart bestod av arbetskostnader, med produkten av lönenivån w_h och åtgångstalet (arbetsåtgången per krona fastighetsvärde) l_h . Eftersom hyresvärden betalar lön före inkomstskatt plus arbetsgivaravgifter, är w_h högre än villaägarens alternativkostnad för den egna arbetsinsatsen som utgörs av lönen efter skatt. Med ett nominellt skattesystem är det praktiskt att låta r beteckna den nominella räntan. Värdeminskningen består då av soldat av två komponenter, den reala deprecieringen δ och den nominella prisutvecklingen på fastigheter av konstant kvalitet P . Eftersom priserna på bostadsfastigheter varit tämligen konstanta i reala termer sett över längre perioder kan man grovt tänka på P som den allmänna inflationstakten, och $r \cdot P$ som realräntan före skatt.

En hyresvärd hyr ut bostaden på marknaden till hyran R_h och betalar skatt på vinsten med skattesatsen τ . Låt oss först anta att bolagsskatten är *neutral*, det vill säga att det skattemässiga vinstbegreppet överensstämmer med den ekonomiskt korrekta vinsten. Det innebär att hyresvärden har rätt att dra av alla kostnader inklusive fastighetens värdeminskning, och att han samtidigt betalar full skatt på kapitalvinster.¹¹ Vinsten efter bolagsskatt, π , blir då:

$$\pi = (1 - \tau)(R_h - w_h l_h - r - \delta + P). \quad (1)$$

Om alla hyresvärdar är lika effektiva och alltså har samma kostnader före skatt, och om konkurrens eller regleringar medför att vinstnivån är noll, blir hyran då lika med hyresvärdarnas kostnader före skatt;

$$R_h = w_h l_h + r + \delta - P. \quad (2)$$

Ett enkelt räkneexempel kan klargöra innebörden av detta samband. Låt oss göra följande antaganden som avser att fånga dagens förhållandena: drift- o under-

¹⁰ Kostnaderna uttrycks i detta och följande avsnitt per krona fastighetsvärde. Det innebär, när vi jämför kostnader för hyresrätt och äganderätt, att vi antar att en krona fastighetsvärde genererar lika stora boendetjänster oberoende av upplåtelseform. Den lågeränta som är inbakad i priserna på fastigheter i attraktiva områden avspeglar alltså att dessa genererar tjänster som värderas högre av bostadskonsumenterna.

¹¹ Detta gäller oberoende av om skattesystemet är nominellt – och r och P betecknar nominalränta och nominella kapitalvinster – eller reallt – varvid r och P betecknar ränta och kapitalvinster efter avdrag för penningvärdets minskning.

hållskostnader $w_h l_h$ utgör sammanlagt 3 procent av fastighetens värde; den nominella låneräntan r är 5 procent; deprecieringstakten δ är 1,5 procent av fastighetens värde; fastighetsprisernas ökningstakt P är 2 procent.¹² Det innebär att den hyra som skulle ge full kostnadstäckning i frånvaro av skatteeffekter är 7,5 procent av fastighetens värde $(3 + 5 + 1,5 - 2)$.¹³

Om bolagsskatten är neutral och alla hyresvärdar lika effektiva har skattesatsen ingen betydelse för hyran.

Om bolagsskatten är neutral och alla hyresvärdar är lika effektiva, det vill säga har samma åtgångstal l_h , har skattesatsen alltså ingen betydelse för hyran. I verkligheten är naturligtvis olika hyresvärdar olika effektiva. Vär-

darnas kostnader beror bland annat på metoderna för att producera boendetjänster, till exempel avvägningen mellan bostadskapital och arbete. Med en neutral bolagsskatt, där fastighetsägaren kan dra av såväl löpande drifts- och underhållskostnader som fastighetens faktiska värdeminskning, påverkas dock inte detta val av skattesatsen.¹⁴ En neutral bolagsskatt, som leder till likheten (2), är därför en naturlig norm för bostadsbeskattningen. Den ger alla hyresvärdar incitament att vara så effektiva som möjligt eftersom en högre vinst före skatt också medför högre vinst efter skatt.

Verklighetens skattesystem avviker från neutralitetsnormen genom att kapitalvinster i praktiken är lindrigare beskattade än övriga inkomster.

Verklighetens skattesystem avviker från neutralitetsnormen bland annat genom att kapitalvinster i praktiken är lindrigare beskattade än övriga inkomster. Framför allt beror det på att de beskattas först i samband med att de realiserar. Det innebär att bostadsföretaget får en räntefri skatte kredit och att den effektiva beskattningen blir i motsvarande grad lägre. Låt oss beteckna den andel av de löpande kapitalvinsterna som tas upp till beskattning med α_h . Värdet av skatte krediten beror dels på (nominell)räntans nivå, dels på innehavstidens längd.¹⁵ Andelen α_h är således lägre vid hög inflation och för långa innehavstider. När hänsyn tas till kapitalvinstbeskattningen, medför nollvinst efter skatt att hyran blir

¹² Siffrorna gör inte anspråk på exakthet. Enligt SCB:s intäkts- och kostnadsundersökning för flerbostadshus gällde följande fördelning 1997 för allmännyttiga bostadsföretag, allt uttryckt som andel av totala kostnaderna: kapitalkostnader (inklusive avskrivningar) 38 procent, arbetsrelaterade drift- och underhållskostnader 33 procent och övrig drift och underhåll 29 procent.

¹³ Detta innebär en direktavkastning på 4,5 procent $(7,5 - 3)$, vilket kan synas något lågt. Detta skall dock förstås mot bakgrund av att vi bortsett från riskpremier på avkastningen på eget kapital.

¹⁴ I praktiken måste naturligtvis skattelagstiftningen arbeta med schabloner. Det har hävdats att den avskrivningstakt som Riksskatteverket normalt tillåter, 2 procent, är för lågt satt.

¹⁵ Se Agell och Södersten (1982) för illustrativa beräkningar av hur den effektiva beskattningen av kapitalvinster beror på innehavstid, ränta med mera.

$$R_h = w_h l_h + r + \delta - \frac{1 - \alpha_h \tau}{1 - \tau} P. \quad (3)$$

Om kapitalvinsterna vore fullt beskattade ($\alpha_h = 1$) blir uttryck (3) precis detsamma som (2). Att kapitalvinster i praktiken inte beskattas fullt ut sänker således de reala kostnaderna efter skatt och leder därmed till att en lägre hyresnivå är förenlig med kostnadstäckning. Hur stor den effekten är beror på bolagsskattesatsen τ och prisstegringstakten P . När P dras ifrån övriga kostnader skall den nu multipliceras med en multiplikator som är större än 1 om kapitalvinsterna inte är fullt beskattade. Med en bolagsskattesats på 30 procent blir multiplikatorn 1,4 ($1/0,7$) om kapitalvinster i praktiken helt skulle undgå beskattning ($\alpha_h = 0$). I räkneexemplet ovan skulle det sänka hyran med cirka 10 procent från 7,5 till 6,7 procent av fastighetens värde.

Med en helt neutral bolagsskatt beror hyran bara på realräntan före skatt oavsett inflationstakten, men enligt uttryck (3) beror sambandet mellan inflation och hyresnivå också på skattesystemet. Den samlade effekten på hyresnivån beror också på hur nära nominalräntan följer inflationen. Historiska erfarenheter under efterkrigstiden tyder på att realräntan före skatt är relativt stabil. Om så är fallet och α_h är mindre än 1 kommer hyresnivån enligt (3) att vara en avtagande funktion av inflationstakten. Den effekten förstärks av att α_h är lägre ju högre inflationen är eftersom värdet av skattekrediten ökar med nominalräntan.

Beskattning av småhus

Låt oss nu jämföra med villaägaren som själv bebor den fastighet han äger. Här betalas ingen hyra på marknaden som kan utgöra grund för beskattning. Ändå är det uppenbart att villaägaren har en indirekt inkomst från den fastighet han äger och bebor; han

betalar så att säga hyra till sig själv. Den hyran kan inte mätas direkt, men den kan uppskattas eftersom den rimligen står i proportion till fastighetens värde. Denna tanke har alltsedan systemet med schablonintäktsbeskattning av fastigheter infördes på 1950-talet kommit till uttryck i det svenska skattesystemet. Låt oss därför anta skatten på småhus beräknas genom att en procentsats s av fastighetens värde läggs till övrig beskattningsbar inkomst och beskattas med den allmänna skattesatsen för hushållens kapitalinkomster t . Om alla hushåll har samma skattesats är detta uppenbarligen ekvivalent med en fastighetsskatt med skattesat-

Villaägaren har en indirekt inkomst från den fastighet han äger och bebor; han betalar hyra till sig själv. Den hyran kan inte mätas direkt, men den kan uppskattas.

sen $t \cdot s$. Före 1991 års skattereform gällde för flertalet villaägare en schablonintäkt på 3 procent av taxeringsvärdet och en skattesats på 50 procent, vilket alltså motsvarar en fastighetsskatt på 1,5 procent ($0,5 \cdot 3$) av taxeringsvärdet.

Inkomsterna från ett villainnehav består inte bara av hyresvärdet utan också av fastighetens eventuella värdestegring.

Inkomsterna från ett villainnehav består inte bara av hyresvärdet utan också av fastighetens eventuella värdestegring. På liknande sätt som för hyresfastigheter beskattas den först när fastigheten säljs, vilket är liktydigt

med en räntefri skattecredit och att endast en andel av den årliga värdestegringen blir föremål för beskattning. Låt oss beteckna denna andel med α_a . Eftersom villaägaren har möjlighet att skjuta upp tidpunkten för beskattning om han investerar försäljningsintäkten i en ny och dyrare bostad är α_a för flertalet villaägare ett ganska litet tal. Om nu villaägaren kan låna till samma ränta före skatt som hyresvärdet, r , blir hans boendekostnad efter skatt lika med drifts- och underhållskostnader plus räntekostnader efter skatt plus depreciering minus kapitalvinster efter effektiv reavinstskatt plus fastighetsskatt:

$$R_a = w_a l_a + r(1-t) + \delta - (1-\alpha_a t)P + t \cdot s. \quad (4)$$

Det är lätt att se att det går att anpassa schablonintäcksprocenten så att boendekostnaderna blir oberoende av skattesatsen t . Om s sätts lika med $r - \alpha_a P$ förenklas nämligen (4) till

$$R_a = w_a l_a + r + \delta - P \quad (5)$$

Högerledet i detta uttryck är identiskt med högerledet i uttryck (3). Genom att välja schablonintäcksprocenten lika med räntan justerad för inflation och skatt enligt ovan uppnås alltså neutralitet i så måtto som att de totala boendekostnaderna blir lika stora för hyresvärd och villaägare om driftskostnaderna är desamma ($w_a l_a = w_h l_h$) och om beskattningen av hyresfastigheter är neutral. Bostadsbeskattningen snedvrider då inte hushållets val mellan de båda upplåtelseformerna: att hyra – och köpa underhållstjänster till marknadspriset $w_a l_a$ – eller att äga – och själv utföra tjänsterna till alternativkostnaden $w_h l_h$. Intuitionen bakom detta är att egna hem liksom andra investeringar genererar en avkastning i nivå med räntan r . Avkastningen består av summan av hyresvärde och kapitalvinster. Om kapitalvinsterna är helt obeskattade ($\alpha_a = 0$) måste schablonintäkten fånga in båda dessa komponenter och procentsatsen s skall sättas lika med nominalräntan. Om kapitalvinsterna är fullt nominellt beskattade ($\alpha_a = 1$) skall schablonintäkten bara

fånga in den del av avkastningen som överstiger inflationen, det vill säga procent-satsen s skall sättas lika med realräntan $(r - P)$. Observera att det i båda fallen förutsätts att nominella kapitalvinster, som ett element i ett neutralt men nominellt baserat skattesystem, är fullt beskattade i hyressektorn.

Även om fastighetsskatten anpassas så att (5) är uppfylld kommer kostnadsjämförelsen mellan egenproducerade och köpta boendetjänster att påverkas av andra skatter; w_h är ju lönen före inkomstskatt inklusive arbetsgivaravgifter och w_a är lönen efter inkomstskatt. Skillnaden dem emellan är den välkända skattekillen som gynnar hushållsproduktion på bekostnad av köp av "hushållsnära" tjänster på marknaden. Eftersom den skattekillen i sig är så stor i det svenska skattesystemet har den stor betydelse även om lönekostnader bara svarar för en begränsad andel av hyran. Med arbetsgivaravgifter på 40 procent av lönesumman och 50 procents marginalskatt kommer hyresvärden att betala 1 krona och 40 öre för en lönekrona som bara är värd 50 öre efter skatt för den enskilda löntagaren och villaägaren. Skattekillen w_h/w_a blir alltså 2,8 (1,4/0,5).

Innan vi går vidare kan det vara värt att notera att beskattning av avkastningen av hushållens bostadskapital på detta vis innebär att bostadskonsumtion blir hårdare beskattad än annan konsumtion av tjänster från varaktiga kapitalvaror, till exempel bilar, segelbåtar och möbler. Denna observation tas ibland till utgångspunkt för kritik mot fastighetsskatten¹⁶ och krav på dess avskaffande. Med tanke på att övriga varaktiga kapitalvaror representerar mycket mindre värden och har kortare ekonomisk livslängd, är det dock svårt att se denna kritik som någon avgörande invändning mot en fastighetsskatt.

Beskattning av avkastningen av hushållens bostadskapital innebär att bostadskonsumtion blir hårdare beskattad än annan konsumtion av tjänster från varaktiga kapitalvaror.

Den svenska bostadsbeskattningen

Beskattning av småhus baserad på fastighetens marknadsvärde är alltså ett naturligt instrument för att skapa neutralitet mellan äganderätt och hyresrätt. Den kan antingen utformas som en särskild fastighetsskatt eller som en del av inkomstbeskattningen genom

Beskattning av småhus baserad på fastighetens marknadsvärde är ett naturligt instrument för att skapa neutralitet mellan äganderätt och hyresrätt.

¹⁶ Lind (2000) har tagit detta till intäkt för att diskutera ett system utan fastighetsskatt och utan avdragsrätt för räntekostnader knutna till fastighetsinnehav. Hans diskussion reder dock inte ut samspelet med beskattningen av övrig konsumtion.

att en schablonmässigt beräknad intäkt läggs till övriga kapitalinkomster. I allt väsentligt är dessa alternativ likvärdiga; en schablonintäkt på s procent av marknadsvärdet och en skattesats på t procent har precis samma verkan som en fastighetsskatt på $s \cdot t$ procent. Som diskuterats ovan uppnås neutralitet under vissa omständigheter om schablonintäkten sätts lika med marknadsräntan – den nominella eller den reala beroende på om hushållens kapitalvinster är beskattade eller ej. När beskattning av schablonintäkt infördes 1953 sattes intäkten också i nivå med räntan till 3 procent av taxeringsvärdet.¹⁷ Om denna nivå avsågs att representera den reala eller nominella räntan är oklart. När schablonintäkten sedan inte höjdes under följande decennier samtidigt som inflationen drog iväg blev gapet i förhållande till nominalräntan allt större. Effekten blev kraftigt sänkta boendekostnader för villaägarna. Denna effekt motverkades omsider genom att skattesystemet reformerades, först genom att skattesatsen för underskottsavdrag begränsades genom de ändringar som infördes 1982–85 och sedan genom 1991 års skattereform. Då ersattes också schablonintäktsbeskattningen av en fastighetsskatt på nivån 1,5 procent.¹⁸ I kombination med en penningpolitik med ett uttalat inflationsmål på 2 procent kan den nivån uppfattas som en anpassning till en normal realränta på 3 procent; en fastighetsskatt på 1,5 procent är likvärdig med en schablonintäkt på 5 procent som beskattas med 30 procents skatt på kapitalinkomster.

Flera av förutsättningarna för att en schablonintäkt i nivå med nominalräntan skall ge neutralitet är i praktiken inte uppfyllda.

Flera av förutsättningarna för att en schablonintäkt i nivå med nominalräntan skall ge neutralitet är dock inte uppfyllda i praktiken. Det är ingen tillfällighet utan avspeglar allmänna problem hos skattesystemet – pro-

blem som diskuterats under lång tid, men som likafullt alltjämt finns kvar. Det gäller särskilt två förhållanden: kapitalvinster beskattas först när de realiserar; skatten på arbetsinkomster missgynnar att hushållsnära tjänster tillhandahålls mot betalning på marknaden. Det vore naivt att tro att skattesystemet kommer att ändras i något av dessa avseenden inom en nära framtid. För bostadsbeskattningen är frågan i stället dels hur stor kvantitativ betydelse dessa förhållanden har, dels i vilken utsträckning de kan neutraliseras genom att anpassa fastighetsskatten eller någon annan del av bostadsbeskattningen. Vi skall nu belysa dessa frågor utifrån några enkla räkneexempel.

¹⁷ Se Mattsson (1999) avsnitt 3.2 för historiken bakom schablonintäktens införande.

¹⁸ Skattens nivå har varierat. 1996 höjdes den till 1,7 procent. Därefter sänktes beskattningen genom att taxeringsvärdena lästes mellan 1997 och 2000 trots stigande marknadspriser. Från 2001 sänks skattesatsen till 1,2 procent samtidigt som relationen mellan taxeringsvärden och marknadsvärden återställs.

I praktiken torde endast en liten del av kapitalvinsterna på hyresfastigheter bli föremål för bolagsbeskattning. Med långa innehavsperioder hamnar därför den effektiva skattesatsen på dessa nära noll. Med helt obeskattade kapitalvinster, $\alpha_i = 0$, kommer enligt uttryck (3) inflationen att slå igenom i hyran med faktorn $1/(1-\tau)$. Vid de förhållanden som rådde på 1980-talet med snabb inflation och hög bolagsskatt blir effekten dramatisk. Med 10 procents prisstegring och 50 procents bolagsskatt blir inflationsreduktionen 20 procent (10/0,5). Med en måttlig realränta före skatt ger detta upphov till en negativ realränta, i själva verket så kraftigt negativ att en direkt tillämpning av uttryck (3) ger en negativ hyresnivå. Det är därför uppenbart att 1980-talets kombination av inflation, ränta och skatteregler inte var förenlig med obegränsade lånemöjligheter. Med senare års lägre inflation och bolagsskatt handlar det om mindre effekter. Med 2 procents prisstegring och 30 procents bolagsskatt blir inflationsreduktionen 2,9 procent (2/0,7).

Den andra faktorn som påverkar boendekostnaderna är beskattningen av arbetsinkomster för drift och underhåll. Med arbetsgivaravgifter på 40 procent och en marginalskatt på 50 procent kommer hyresgästerna att belastas med kostnader som är 2,8 gånger så höga (1,4/0,5) som i villasektorn. Om vi antar att arbetskostnader utgör hälften av de samlade kostnaderna för drift och underhåll, som ovan antagits uppgå till 3 procent, skulle de alltså motsvara 1,5 procent av fastighetsvärdena i hyressektorn, vilket visar att skattekillen på arbete har stor betydelse för neutraliteten mellan hyresrätt och äganderätt.

I praktiken torde endast en liten del av kapitalvinsterna på hyresfastigheter bli föremål för bolagsbeskattning.

Den andra faktorn som påverkar boendekostnaderna är beskattningen av arbetsinkomster för drift och underhåll.

Tabell 1. Schablonintäcksprocent som skapar neutralitet mellan hyresrätt och äganderätt vid olika skattekill på arbetsinkomster och beskattning av kapitalvinster

Effektiv beskattning av kapitalvinster (α_i)	Skattekill (w_H/w_A)				
	1	1,5	2	3	4
0	2,1	3,6	4,6	5,4	5,9
0,5	3,6	5,1	6,1	6,9	7,4
1	5	6,5	7,5	8,3	8,8

Vi har alltså identifierat en faktor i skattesystemet som missgynnar hyressektorn (skattekillen på arbetsinkomster) och en (den ofullständiga bolagsskatten på kapitalvinster) som missgynnar äganderätten. Deras relativa betydelse illustreras i tabell 1, som anger vilken schablonintäcksprocent s som krävs för att åstadkomma

Skattekillen på arbetsinkomster missgynnar hyressektorn och den ofullständiga bolagsskatten på kapitalvinster missgynnar äganderätten.

neutralitet mellan ägande- och hyresrätt under olika antaganden om storleken på dessa båda faktorer. Slutsatsen är att med en skattekill mellan 2 och 3 och en negligierbar effektiv beskattning av kapitalvinster i hyressektorn (α_h nära noll) tar effekterna i stort sett ut varandra. En schablonintäkt på 5 procent (eller en fastighetsskatt på 1,5 procent) av marknadsvärdet framstår då som rimligt avvägd. En fastighetsskatt på 1,5 procent av marknadsvärdet motsvarar 2 procent av taxeringsvärdet. Mot bakgrund av all kritik mot fastighetsskatten även efter den nu aktuella sänkningen till 1,2 procent måste en sådan slutsats kunna te sig provokativ för många läsare. Det är därför naturligt att påminna om några problem som varit centrala i kritiken mot fastighetsskatten men som inte berörts här.¹⁹

Andra problem sammanhänger med att taxeringsvärden endast är taxeringsmyndigheternas uppskattning av marknadsvärdet.

Andra problem sammanhänger med att taxeringsvärden endast är taxeringsmyndigheternas uppskattning av marknadsvärdet baserad på ganska begränsad information. De blir därför med nödvändighet missvisande i enskilda fall, särskilt i områden där antalet jämförbara köp är litet. Om man inte vill riskera att sådana mätfel leder till alltför hård beskattning manar detta förhållande till försiktighet. Det är därför naturligt att man valt att sträva efter att sätta taxeringsvärdet till 75 procent av marknadsvärdet och att låta det få genomslag med två års eftersläpning.²⁰ Härigenom har det i praktiken varit mycket ovanligt att taxeringsvärdena överstigit aktuella marknadsvärden.²¹

Kritiken mot fastighetsskatten har varit särskilt stark i områden med snabbt stigande priser.

Kritiken mot fastighetsskatten har varit särskilt stark i områden med snabbt stigande priser. Det kan synas paradoxalt eftersom kritiken kommer från fastighetsägare som fått se sina förmögenheter stiga. I många fall är det dock inte så konstigt eftersom den

¹⁹ En faktor som vi har bortsett från är att fastigheter också ingår i basen för förmögenhetsskatten, vilken för närvarande utgör 1,5 procent av beskattningsbar förmögenhet över en viss brytpunkt. Hur förmögenhetsskatten påverkar boendekostnaden är dock oklart eftersom olika tillgångar värderas efter olika principer när de inräknas i den beskattningsbara förmögenheten. Medan fastigheter värderas till taxeringsvärde, det vill säga under sitt fulla marknadsvärde, får skulder dras av till fulla värdet. En fullt belånad fastighetsinvestering leder därför till *sänkt* förmögenhetsskatt, medan en fastighetsinvestering som finansieras med försäljning av lågt värderade tillgångar leder till höjd skatt. Den samlade effekten av dessa skilda värderingsprinciper, och det utrymme för skattearbitrage som därigenom skapas, är svår att överblicka.

²⁰ Intressant nog tycks taxeringsvärdena tendera att ligga lägre i förhållande till marknadspriserna på exklusivare fastigheter, vilket kan tyda på en sådan försiktighet i taxeringen.

²¹ Enligt en aktuell studie – Berger och Boije (2000) – låg de taxeringsvärden som sattes 1994 mellan 50 och 100 procent av försäljningspriset för 80 procent av alla småhus som såldes under 1994.

husägare som bor kvar i sitt gamla hem inte upplever att han blivit rikare – att huset stigit i värde gör ju inte att han kan konsumera mer av andra varor än tidigare. Om han samtidigt skulle få betala höjd skatt skulle hans möjligheter att konsumera andra varor uppenbarligen minska. Om det gällde en annan vara än den egna bostaden skulle konsumenterna anpassa sig till ökade priser genom att försöka dra ned på sin konsumtion av den vara som blivit dyrare. För bostäder skulle en sådan anpassning innebära avflyttning till ett annat område eller till en mindre bostad i samma område, anpassningsåtgärder som i många fall kan upplevas som så negativa att man väljer att avstå helt, åtminstone på kort sikt. I särskilda fall kan man tänka sig att en anpassning aldrig skulle bli aktuell, inte ens på lång sikt. Så upplever nog många fastboende i attraktiva skärgårdslägen sin situation. I konsekvensens namn kan man tycka att sådana hushåll inte borde få höjd fastighetskatt. Problemet med att tillämpa den tanken är naturligtvis att man skulle behöva differentiera skatten beroende på hur fasta fastighetsägarna – och kanske också deras arvtagare – är vid just den bostad där de bor för närvarande. De lösningar på problemet som föreslagits i olika sammanhang – till exempel med reducerad fastighetskatt för alla permanentboende på vissa öar – ter sig rätt grovhuggna och riskerar att skapa lika stora problem som de eventuellt löser. Det är därför inte förvånande att ”skärgårdsfrågan” visat sig vara en knäckfråga för fastighetskatten.

Ytterligare en faktor som förklarar den vrede som fastighetsskatten ibland väcker är att egna hem inte genererar någon monetär avkastning. Detta bidrar till att hushåll med låga löpande inkomster kan ha svårt att finansiera sina skattebetalningar. I den mån

det upplevs som stötande att tvingas ”låna till skatten” föreligger här ett problem. Ett tekniskt enkelt sätt att lösa det kan vara att låta skattebetalarna bygga upp en skattekredit hos staten, vilken inte förfaller till betalning förrän fastigheten avyttras. Med tanke på att skattekrediten kan bli stor i förhållande till fastighetens värde kan man dock fråga sig hur politiskt stabilt ett sådant system skulle bli.

Egna hem genererar inte någon monetär avkastning. Detta bidrar till att hushåll med låga inkomster kan ha svårt att finansiera sina skattebetalningar.

Avslutande kommentarer

Fastighetsskatten är således inte fri från praktiska problem. Att hitta hyggliga lösningar på dessa problem är värt en grundlig diskussion. En nödvändig förutsättning för en sådan diskussion är dock att grundprinciperna görs klara först, så att problemen kan tas för vad de är, tillämpningsproblem som kan motivera begrän-

sade avsteg från grundprincipen.²² Syftet med denna uppsats har just varit att diskutera principerna för beskattningen av bostäder. Diskussionen har utgått från allmänna skatteekonomiska principer som under vissa förhållanden leder fram till en norm om neutralitet i beskattningen av hyresrätt och äganderätt. Hur viktigt är det att man följer en sådan norm?

Det omfattande byggandet av småhus liksom omvandling av hyresrätter till bostadsrätter kan ses som anpassningar till skattesystemet.

Låt oss göra tankeexperimentet att vi avvek ifrån den, till exempel genom att helt avskaffa fastighetsskatten vilket ibland förespråkas i debatten. Det skulle innebära att det, vid oförändrade fastighetspriser, blev billigare att bo med äganderätt än att hyra en bostad.


Detta skulle i sin tur stimulera efterfrågan på ägda bostäder med stigande priser som följd. Eftersom tillgången på bostäder av olika slag inte kan ändras på kort sikt, måste priserna stiga så mycket att båda boendeformerna fortsätter att attrahera efterfrågan. En avskaffad fastighetsskatt skulle alltså kapitaliseras i form av höjda priser på ägda bostäder så att boendekostnaderna på kort sikt förblev opåverkade. De högre priserna skulle tjäna som en signal till ändrat utbud, både genom nybyggande och genom ändrade upplåtelseformer, vilket skulle starta en anpassningsprocess som inte avstannade förrän prisnivån åter hade sjunkit ned till byggkostnadernas nivå och identiska bostäder betingade samma pris oberoende av upplåtelseform. I det nya jämviktsläge som den avskaffade fastighetsskatten fört med sig skulle vi alltså ha fått ett större totalt bostadsbestånd, med en större andel ägda bostäder. Det omfattande byggandet av småhus alltsedan senare delen av 1970-talet, liksom de senaste decenniernas omvandling av hyresrätter till bostadsrätter, kan ses i detta ljus, det vill säga som anpassningar till skattesystemet.

En fastighetsskatt tjänar alltså syftet att hålla bostadsbeståndet på en rimlig nivå, som svarar mot hushållens efterfrågan när de får betala de fulla kostnaderna.

En fastighetsskatt tjänar alltså syftet att hålla bostadsbeståndet på en rimlig nivå, som svarar mot hushållens efterfrågan när de får betala de fulla kostnaderna. Den förhindrar också att hyresrätten trängs undan av äganderätten. Eftersom upplåtelseformerna skiljer

sig åt i olika avseenden, till exempel vad gäller transaktionskostnader och risk för kapitalförluster, behövs båda för att bostadsmarknaden skall fungera väl för alla sorters hushåll. Rörliga hushåll tenderar att föredra hyresrätt medan äganderätten kan framstå som mer attraktiv för hushåll som inte räknar med att flytta un-

²² Fastighetsbeskattningskommittén analyserar såväl principfrågan som rader av praktiska problem på 626 sidor i sitt slutbetänkande SOU 2000:34.



der längre tid. Unga hushåll utan eget sparande kan vara oförmögna att finansiera ett bostadsköp eller ovilliga att ta de ekonomiska risker som det kan innebära. Inte minst för dem är det viktigt att ha tillgång till en väl fungerande hyresmarknad, något som skulle försvåras om skattesystemet bidrog till att äganderätten trängde undan hyresrätten.

Referenser

- Agell, J. & Södersten, J., (1982), "Skatteregler och realinvesteringar" i *Kreditpolitiken. Fakta, teorier och erfarenheter*, SOU 1982:53.
- Atkinson, A.B. & Stiglitz, J.E., (1980), *Lectures on Public Economics*, McGraw-Hill.
- Berger, T. & Boije, R., (2000), "En statistisk utvärdering av småhusens taxeringsvärden", bilaga 2 till *Fastighetsbeskattning – precision, påverkansmöjligheter, individuella bedömningar*, betänkande av Fastighetstaxeringsutredningen, SOU 2000:10.
- Diamond, P.A. & Mirrlees, J.A., (1971), "Optimal Taxation and Public Production I: Production Efficiency; II: Tax Rules", *American Economic Review* 61, sid. 8–27, 261–278.
- Englund, P., (2000), "Beskattning av hyresrätt och äganderätt" i T. Lindh (red.), *Prisbildning och värdering av fastigheter*, Uppsala universitet, Institutet för bostads- och urbanforskning, forskningsrapport 2000:4.
- Green, R.K. & White, M.J., (1997), "Measuring the Benefits of Homeowning: Effects on Children", *Journal of Urban Economics* 41, 441-61.
- Lind, H., (2000), "Fastighetsbeskattning om vi betraktar egna hem som varaktiga konsumtionsvaror", bilaga 4 till SOU 2000:34.
- Mattsson, N., (1999), "Är bostadspolitiken neutral? Några skatterättsliga synpunkter", manuskript, juridiska institutionen, Uppsala universitet.
- Sandelin, B. & Södersten, B., (1978), *Betalt för att bo*, Rabén & Sjögren.
- SOU 2000:34, *Likformig och neutral fastighetsbeskattning*, betänkande av Fastighetsbeskattningskommittén.



Notiser

Lägesrapport om euron i den svenska finansiella sektorn

Eurons användning i den svenska ekonomin är fortfarande två år efter EMU-starten mycket blygsam. Det framgår av rapporten *Euron i den svenska finansiella sektorn – lägesrapport 6*, som Riksbanken publicerade i mars.

Den statistik som presenteras i rapporten visar att kronans andel av de svenska monetära finansinstituten totala balansomsättning har minskat något. Men den har inte ersatts av euron, utan av andra valutor. Eurons andel är inte större än 6 à 7 procent. Rapporten visar vidare att eurokonton fortfarande är en ovanlig företeelse. Endast 2 procent av bankinstituten företagskunder och 0,03 procent av privatkunderna har öppnat sådana konton.

Aktiviteten i euro på svenska penningmarknaden är liten och främst koncentrerad till deposit- och swapmarknaderna. På obligationsmarknaden emitteras en del företags- och bankobligationer, men handeln är fortfarande blygsam. Samma tendens gäller i valutamarknadens avistahandel och på aktiemarknaden.

Riksbanken i Malmö den 18–21 april

I anslutning till det informella Ekofin-mötet i Malmö den 18-21 april medverkade Riksbanken i ett antal kringarrangemang. För allmänheten anordnade Finansdepartementet tillsammans med Riksbanken och Malmö stad temadagar på Gustaf Adolfs torg. Riksbanken informerade om svensk penningpolitik, finansmarknad och Riksbankens roll i samhällsekonomin. Vidare medverkade Riksbanken vid föreläsningar för ekonomistuderande i Lund och Malmö samt vid ett frukostmöte med det lokala näringslivet.



Riksbanken planerar sälja Tumba Bruk

Riksbanken planerar att sälja AB Tumba Bruk. Bakgrunden är att företaget bedöms ha bättre utvecklingsmöjligheter i andra ägarformer samt den strukturförändring som väntas bland världens sedeltillverkare.

Riksbanken har enligt lag ansvar för försörjningen med svenska sedlar och mynt. Om försäljningen av Tumba Bruk fullföljs kommer Riksbanken att träffa avtal med en eller flera leverantörer för att tillförsäkra sedel- och mynttillverkning för Sveriges behov.

Under våren 2001 inbjuds potentiella köpare att anmäla intresse hos Riksbanken. Resultatet av denna förfrågan avgör formerna och tidplanen för den planerade ägarförändringen.



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.

2001-01-29 Betänkandet Offentlig administration av banker i kris (SOU 2000:66). Avgivet till Finansdepartementet.

03-28 Yttrande över slutbetänkandet Individuellt kompetenssparande – med start 2002 (SOU 2000:119).

05-04 Yttrande över Riksdagskommitténs förslag 2000/01:RS1 – Riksdagen inför 2000-talet.

Tabeller

1	Riksbankens tillgångar och skulder	105
2	Penningmängd	106
3	Av Riksbanken bestämda räntesatser	107
4	Kapitalmarknadsräntor	107
5	Dagslåne- och penningmarknadsräntor	108
6	Internationella räntor och ränta på statskuldväxlar	109
7	Kronans kurs mot TCW-vägt index samt vissa valutakurser	110
8	Effektiv nominell växelkurs – TCW-vägt	111
9	Riksbankens svenska Primary Dealers (på valutamarknaden) terminsposition gentemot nedan angivna sektorer	111

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	Inhemska statspapper	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	15 428	20 728	43 204	152 619	1 276	233 255
2001	Jan	15 428	19 218	46 861	144 875	3 734	230 116
	Feb	15 428	19 218	47 199	146 900	3 057	231 802
	Mars	15 428	19 218	45 686	151 422	5 122	236 876
	April	15 428	19 218	47 648	153 379	1 799	237 472

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	97 663	62 988	108	8 603	63 893	233 255
2001	Jan	91 489	62 988	290	9 761	65 588	230 116
	Feb	91 145	62 988	404	11 119	66 146	231 802
	Mars	92 281	62 988	61	6 843	74 703	236 876
	April	93 210	62 988	77	14 455	66 742	237 472

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	89 162	946 118	Dec	1,9	2,1
2001	Jan	84 608	932 534	Jan	2,4	0,4
	Feb	84 562	919 230	Feb	3,9	-1,2
	Mars	85 409	937 080	Mars	5,0	1,4

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
	Feb	4,15	4,51	4,71	4,86	4,41	5,04
	Mars	4,01	4,33	4,59	4,75	4,28	4,87
	April	4,12	4,51	4,78	4,93	4,36	5,03

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
	Feb	4,00	4,10	4,01	4,07		4,14	4,23
	Mars	4,00	4,10	4,06	4,02	4,11	4,24	4,23
	April	4,00	4,10	3,94	3,99	4,01	4,12	4,11

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
	Feb	5,25		4,70	5,61	4,01	5,11		4,61	5,53	4,07
	Mars	4,87		4,64	5,41	4,06	4,72		4,51	5,31	4,02
	April	4,53		4,64	5,25	3,94	4,40		4,53	5,14	3,99

7

Kronans kurs mot TCW-vägt index samt vissa valutakurser

Månadsgenomsnitt

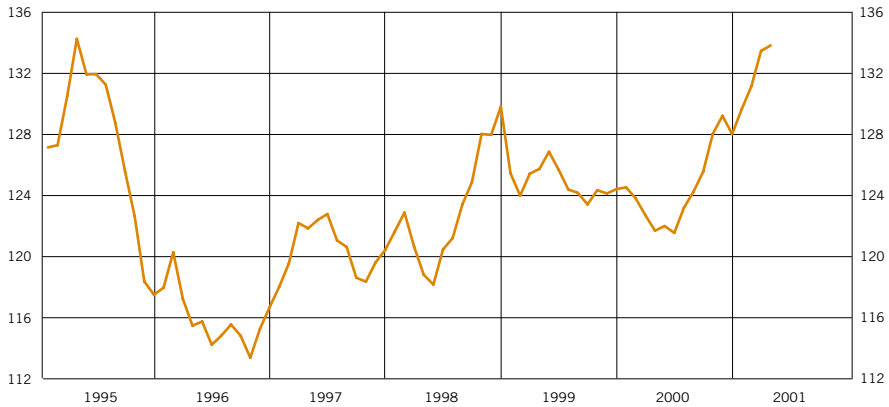
		TCW-index	SEK per			USD per		
			USD	100 DEM	EUR	100 JPY	DEM	JPY
1998	Jan	121,66	8,00	441,19		6,18	1,82	129,50
	Feb	122,89	8,08	445,30		6,43	1,81	125,69
	Mars	120,65	7,97	436,38		6,18	1,83	129,00
	April	118,81	7,82	431,28		5,93	1,81	132,13
	Maj	118,17	7,69	433,46		5,70	1,77	134,96
	Juni	120,47	7,91	441,36		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
	Feb	131,16	9,74	458,81	8,9736	8,38	2,12	116,18
	Mars	133,47	10,03	466,57	9,1254	8,28	2,15	121,35
	April	133,83	10,20	465,80	9,1103	8,24	2,19	123,72

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
	Nov	-446 831	- 6 231	282 909	0	-170 153
	Dec	-405 651	-14 207	281 242	0	-138 616
2001	Jan	-465 225	-16 547	317 823	0	-163 949

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 Bergquist och Ann Westman</i>	1995:1
Betalningsbalans 1994 – kapitalflöden och växelkurs		
	<i>Robert Bergquist 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 bostadsinstituterna 1994	<i>Björn Hasselgren och Anna-Karin Nedersjö</i>	1995:2
Riksbankens hushållsenkät 1994 – ökat finansiellt sparande	<i>Hans Dillén</i>	1995:2
Penningpolitisk styrning i teori och praktik	<i>Lars Hörngren</i>	1995:3
Estimating Forward Interest Rates with the Extended Nelson and Siegel Method	<i>Lars E. O. Svensson</i>	1995:3
Hushållens sparande i privatobligationer	<i>Lotte Schou och Marianne Wolfbrandt</i>	1995:3
Turismen styr resevalutan	<i>Fredrika Röckert</i>	1995:3
Riksbanken och det europeiska monetära samarbetet	<i>Urban Bäckström</i>	1995:4
Strategi och instrument i etapp tre av EMU	<i>Claes Berg</i>	1995:4
EMU och sysselsättningen	<i>Krister Andersson och Anatoli Annenkov</i>	1995:4
EMU:s slutmål – en gemensam valuta	<i>Stefan Ingves och Agneta Brandimarti</i>	1995:4
EU, EMU och betalningssystemet	<i>Hans Bäckström</i>	1995:4
Hanteringen av bankkrisen – sedd i efterhand	<i>Stefan Ingves och Göran Lind</i>	1996:1
Kronans reala jämviktskurs	<i>Annika Alexius och Hans Lindberg</i>	1996:1
Snabba kast i internationella kapitalflöden	<i>Fredrika Röckert och Karin Stillerud</i>	1996:1
Den svenska derivatmarknaden domineras av ett fåtal aktörer	<i>Antti Koivisto och Marianne Wolfbrandt</i>	1996:1
”Herstatt-risken” och det internationella banksystemet	<i>Hans Bäckström</i>	1996:1
Penningpolitiska strategier för den Europeiska centralbanken	<i>Claes Berg</i>	1996:2
Producent- och importpriser samt KPI – starkt samband på disaggregerad nivå	<i>Hans Dellmo</i>	1996:2
Riksbankens hushållsenkät 1995: Nyupplåningen minskar	<i>Peter Lundkvist</i>	1996:2
Penningpolitik, inflation och arbetslöshet	<i>Mikael Apel och Lars Heikensten</i>	1996:3
Potentiell produktion och produktionsgap	<i>Mikael Apel, Jan Hansen och Hans Lindberg</i>	1996:3
Statens förändrade roll på finansmarknaderna	<i>Martin Blåvarg och Stefan Ingves</i>	1996:3
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
Makroindikationer på kreditrisker vid företagsutlåning	<i>Lena Lindhe</i>	2000:1
Internationella portföljinvesteringar	<i>Roger Josefsson</i>	2000:1
Den aktuella penningpolitiken	<i>Urban Bäckström</i>	2000:2
Makroekonomiskt beroende av demografin:		
En nyckel till bättre framtidsbedömningar	<i>Thomas Lindh</i>	2000:2
Euron och svensk bostadsfinansiering	<i>Margareta Kettis och Lars Nyberg</i>	2000:2
Conducting Monetary Policy with a Collegial Board:		
The New Swedish Legislation One Year On	<i>Claes Berg och Hans Lindberg</i>	2000:2
Hantering av bankkriser – förslag till nytt regelverk	<i>Staffan Viotti</i>	2000:3
Banklagskommitténs huvud- och slutbetänkande		2000:3
Att besegra inflationen – en introduktion till Sargents analys	<i>Ulf Söderström och Anders Vredin</i>	2000:3
The conquest of American inflation: A summary	<i>Thomas J. Sargent and Ulf Söderström</i>	2000:3
Den aktuella penningpolitiken	<i>Urban Bäckström</i>	2000:4
Kreditvärdering och konjunkturcykeln: kan konkurser prognosticeras?	<i>Tor Jacobson och Jesper Lindé</i>	2000:4
Ansökarländernas val av växelkurssystem inför EMU	<i>Martin Ådahl</i>	2000:4
Lönespridning mellan olika sektorer i Sverige	<i>Sara Tägtström</i>	2000:4
Trends in Swedish Public Finances – Past and Future	<i>Yngve Lindh and Henry Ohlsson</i>	2000:4
Självständiga centralbanker i demokratier?	<i>Villy Bergström</i>	2001:1
Räntestyrning på välutvecklade finansiella marknader – Riksbankens räntestyrningssystem sett i perspektiv	<i>Kerstin Mitlid och Magnus Vesterlund</i>	2001:1
Förändrad lönebildning i en förändrad omvärld?	<i>Kent Friberg och Eva Uddén Sonnegård</i>	2001:1
Riksbankens yttrande över betänkandet	<i>Offentlig administration i Sverige av banker i kris (SOU 2000:66)</i>	2001:1