

Bilaga 11
till
EMU-utredningen
(SOU 1996:158)



Ur KB:s samlingar

Digitaliserad år 2015

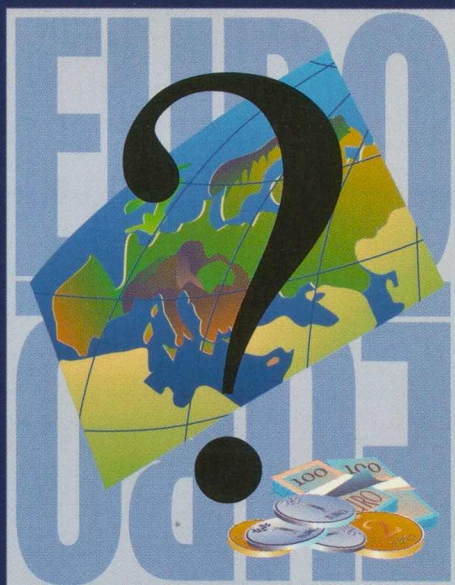


National Library
of Sweden

Mats Persson

**Statsfinansiella effekter
av ett EMU-medlemskap**

Bilaga 11
till
EMU-utredningen
(SOU 1996:158)



Mats Persson

Statsfinansiella effekter av ett EMU-medlemskap

Ref KB
Occ 504



Statens offentliga utredningar

1996:158

Finansdepartementet

Statsfinansiella effekter av ett EMU-medlemskap

Mats Persson

Bilaga 11 till EMU-utredningen
Stockholm 1996



SOU och Ds kan köpas från Fritzes kundtjänst. För remissutsändningar av SOU och Ds svarar Fritzes, Offentliga Publikationer, på uppdrag av Regeringskansliets förvaltningskontor.

Beställningsadress: Fritzes kundtjänst
106 47 Stockholm
Orderfax: 08-690 91 91
Ordertel: 08-690 91 90

Förord

EMU-utredningen (Fi 1995:17) tillsattes i oktober 1995 för att utreda konsekvenserna av en eventuell svensk anslutning till den tredje etappen av den ekonomiska och monetära unionen (EMU).

Utredningen gav ett antal utländska och svenska experter i uppdrag att utarbeta särskilda underlagsrapporter till utredningen som redovisas i separata bilagor till betänkandet. Rapporterna har i vissa fall syftat till att ge en sammanfattande bild över forskningsläget på viktiga områden, i andra fall till att djupare analysera centrala frågeställningar där utredningen bedömt att det funnits behov av ytterligare studier. För slutsatser och rekommendationer i bilagorna svarar författarna själva.

Denna rapport till utredningen har författats av professor Mats Persson. Han är verksam vid Institutet för internationell ekonomi, Stockholms universitet, och har i sin forskning främst sysslat med makroekonomiska problem och frågor kring den offentliga sektorns funktionssätt. Under flera år har han som ledamot av Riksgäldskontorets styrelse arbetat med problem rörande statsskuldspolitik och obligationsmarknader.

Stockholm i december 1996

Lars Calmfors
Ordförande

Christina Nordh Berntsson
Sekreterare

Sammanfattning

Ett EMU-medlemskap kan påverka de svenska statsfinanserna på flera olika sätt. I denna rapport studeras främst effekterna på statens lånekostnader.

Det brukar ofta hävdas i den allmänna debatten att lånekostnaderna kommer att sjunka drastiskt om Sverige går med i EMU, eftersom vi då skulle få uppleva kraftigt sänkta räntor. Man måste dock härvidlag skilja på de nominella och de reala lånekostnaderna; om den högre svenska räntenivån endast är en kompensation för en högre förväntad inflation om vi stannar utanför EMU, blir på sikt den reala lånekostnaden oberoende av om vi går med eller inte.

Det är här emellertid av stor betydelse vad Sverige kommer att föra för inflationspolitik om vi väljer att stanna utanför EMU. Om vi, även som icke-medlemmar, avser att hålla samma inflationstakt som EMU-länderna, kan vi under en övergångsperiod få svårt att skapa trovärdighet för en sådan politik; just det faktum att vi väljer att ställa oss utanför kan av marknaden – med rätt eller orätt – uppfattas som att vi avser att ha en högre inflation. Om vi då trots detta för en låginflationspolitik kommer vi, under en övergångsperiod, att uppleva realräntor som ligger över den långsiktiga jämviktsnivån. I ett sådant läge kan ett medlemskap hjälpa till att skapa trovärdighet för en svensk låginflationslinje, och därför kan den reala lånekostnaden faktiskt under några år bli något lägre om vi går med än om vi stannar utanför.

För att få en uppfattning om storleksordningen på denna vinst måste man dels ta hänsyn till hur stor statens nettoskuld är, dels hur snabbt denna skuld omsätts (dvs hur snabbt staten kommer i åtnjutande av den lägre räntenivån). Kalkylerna i rapporten ger vid handen att den reala räntevinsten av ett medlemskap, under förutsättning att alternativet vid ett icke-medlemskap ändå är att hålla samma inflationstakt som EMU, är tämligen obetydlig och högst uppgår till ett par hundra delar procent av BNP.

Till detta kommer eventuella vinster av en minskad riskpremie. Om Sverige går med i en valutaunion, kommer den del av räntan som består av en inflations- eller växelkursriskpremie gentemot övriga Europa att försvinna. Å andra sidan är det troligt att den del av räntan som består av en konkursriskpremie kommer att öka. Slutligen kommer troligen

svenska statspapper att bli något mer likvida på de internationella finansmarknaderna, vilket minskar likviditetsriskpremien. Summan av dessa faktorer är svår att beräkna; den beror till stor del på vilken penning- och valutapolitik Sverige kommer att föra om valet blir att stå utanför EMU. Ett enkelt räkneexempel med förhoppningsvis någorlunda realistiska antaganden tyder dock på att vinsten kan komma att uppgå till några hundradels procent av BNP.

Den statsfinansiella vinsten beror således på vad som är alternativet till ett EMU-medlemskap. Om alternativet är att visserligen stanna utanför, men att ändå föra ungefär samma inflationspolitik som EMU, kommer den statsfinansiella vinsten av ett medlemskap att bestå i en tillfällig trovärdighetsvinst och en inbesparad riskpremie; bägge dessa är kvantitativt obetydliga och kan tillsammans uppgå till kanske fyra hundradels procent av BNP.

Om däremot alternativet är att stanna utanför och ha en högre inflationstakt än EMU, kommer vinsten av ett medlemskap att bli betydligt mindre och kan till och med vändas till en förlust. Detta beror på att en högre inflationstakt dels gröper ur det reala värdet på statsskulden, dels innebär en real skattehöjning vid givna skatteregler, och slutligen gröper ur det reala värdet av vissa transfereringar (främst pensionerna). Dessa effekter har dock inte med EMU-medlemskapet i sig att göra, utan är enbart resultatet av en ändrad inflationstakt. Icke desto mindre pekar de på att det är viktigt att göra klart för sig, vad alternativet till ett medlemskap egentligen är.

Innehåll

| | | |
|----------|--|-----------|
| 1 | Inledning | 9 |
| 2 | Ändrade lånekostnader | 11 |
| 2.1 | Den nominella räntevinsten: En första kalkyl | 11 |
| 2.2 | Den nominella räntevinsten: En mer realistisk kalkyl | 13 |
| 2.2.1 | Den svenska inflationspolitiken | 13 |
| 2.2.2 | Anpassningen över tiden | 15 |
| 2.3 | Den reala räntevinsten | 18 |
| 2.4 | Riskpremiens betydelse | 22 |
| 2.4.1 | Inflationsriskpremien | 22 |
| 2.4.2 | Inflationsriskpremien och köpkraftspariteten | 28 |
| 2.4.3 | Konkursriskpremien | 29 |
| 2.4.4 | Likviditetsriskpremien | 34 |
| 2.4.5 | Riskpremien: Sammanfattning | 35 |
| 3 | Inflationens effekter på det primära budgetsaldot | 37 |
| 4 | Effekter på seignoraget | 39 |
| 5 | Sammanfattning | 41 |
| | Referenser | 43 |

1 Inledning

Ett svenskt medlemskap påverkar statsfinanserna på flera olika sätt. För det första kommer konvergenskraven i sig att tvinga staten till besparingar och utgiftsnedskärningar. Dessa kräver *diskretionära* beslut, dvs konkreta förändringar i skattesatser och bidragsregler (exempelvis vad gäller ersättningsnivån i sjuk- och arbetslöshetsförsäkringarna). För det andra kommer, i den mån ett EMU-medlemskap innebär en stimulans för den svenska ekonomin, skattebaserna att växa samtidigt som utgifterna för olika bidragssystem (t ex arbetslöshetsförsäringen) minskar. Denna effekt kräver inga förändringar i existerande regler, utan är ett automatiskt resultat av att EMU-medlemskapet i sig kan tänkas påverka den reala aktivitetsnivån i den svenska ekonomin. För det tredje har vi det faktum att Sverige som EMU-medlem inte kan föra en egen penningpolitik; i den mån detta innebär en lägre svensk inflation än eljest, kommer realvärdet av vissa statliga inkomster och utgifter att påverkas. Detta kräver inga diskretionära beslut, dvs skattesatser och bidragsregler kan vara desamma som tidigare; effekterna är i stället automatiska och beror på att det reala värdet av vissa skatter och socialförsäkringar påverkas av inflationstakten. För det fjärde har vi det faktum att räntorna på statsskulden kommer att bli lägre om Sverige går med i EMU. I vad mån detta i sin tur innebär en lägre *real* kostnad för statsskulden beror på vad vi antar kommer att hända med den svenska inflationstakten om vi väljer att stanna utanför EMU. Slutligen har vi det så kallade seignoraget, dvs statens vinst av att ha ensamrätten att trycka sedlar. Denna vinst blir större ju högre nominalräntan är; vid ett svenskt EMU-medlemskap skulle således, i den mån detta innebär en lägre nominalränta än om vi valde att stanna utanför EMU, även seignoraget bli mindre.

Sammanfattningsvis har vi således följande effekter på statsbudgeten.¹

- | | | |
|---|---|--------------------------------------|
| 1) Diskretionära åtgärder p g a konvergenskraven | } | Effekter på det primära budgetsaldot |
| 2) Automatiska effekter p g a ev ändrad tillväxt och sysselsättning | | |
| 3) Automatiska effekter p g a ev ändrad inflation | | |
| 4) Nominella | } | effekter på statens räntekostnader |
| 5) Reala | | |
| 6) Effekter på seignoraget | | |

Av dessa ter sig den första ytterst svårbedömbär; eftersom den berör diskretionära förändringar i det existerande regelsystemet måste man ta ställning till huruvida det finns politiska möjligheter att vidtaga sådana förändringar även om vi väljer att inte gå med. Sådana frågor har jag, som nationalekonom, ingen kompetens att bedöma. Den andra punkten, dvs de effekter som är resultatet av ändrad real aktivitet i ekonomin, är i princip lättare att bedöma eftersom dessa effekter är automatiska och inte förutsätter diskretionära regeländringar. Effekterna av ett EMU-medlemskap på realekonomiska storheter som tillväxt och sysselsättning är dock ytterst osäkra – för att inte säga kontroversiella. I föreliggande rapport kommer jag därför främst att diskutera den fjärde och den femte av ovanstående punkter, dvs effekterna på statens nominella och reala lånekostnader. I viss mån kommer jag även att beröra den tredje och den sjätte punkten. Detta betyder dock inte att den första och den andra punkten är negligerbara, utan endast att de är mer svårbedömbära.

¹ Huruvida seignoraget bör inräknas i det primära budgetsaldot, i statens räntevinster, eller tas upp som en post för sig, är en fråga om tycke och smak. Innebörden är att regeringen kan betala ut pengar som man har lånat upp i riksbanken. Därigenom uppstår rent formellt ett underskott i statsbudgeten, dvs det primära budgeten försvagas. Eftersom denna del av statsskulden placeras i riksbanken, kan man dock säga att statens (regeringens plus riksbankens) totala primärbudget inte försvagas. Man kan också betrakta den utelöpande penningmängden som ett slags räntefritt lån till staten, varför seignoraget kan ses som en räntevinst.

2 Ändrade lånekostnader

2.1 Den nominella räntevinsten:

En första kalkyl

Låt oss först notera att vad som berörs av eventuella räntebesparingar är den del av statens nettoskuld som är denominerad i svenska kronor. Den totala statsskulden uppgick vid halvårsskiftet 1996 till 1479 miljarder kronor; från detta ska dras den del som är denominerad i utländsk valuta² (399 mdr) och den som motsvaras av realobligationer³ (49 mdr). Vidare ska vi dra bort den del av statsskulden som innehas av Sveriges riksbank och som uppgick till 73 mdr. För att få en korrekt bild av statens nettoskuld ska vi även från bruttoskulden dra de nominella tillgångar som finns i AP-fonden. Dessa tillhör staten (och inte exempelvis pensionärerna) eftersom avkastningen inte direkt påverkar pensionerna. Vid givna pensionsregler kommer en förändring i avkastningen att påverka statsbudgeten och i en korrekt beräkning av statens nettoställning ska de nominella tillgångarna därför dras bort. AP-fondens tillgångar vid halvårsskiftet kan uppskattas till omkring 540 mdr kronor.⁴ Summan av allt detta blir en statlig nominell nettoskuld på 418 mdr kronor. I fortsättningen kommer jag att utföra mina kalkyler i procent av 1996 års BNP, och jag kommer att anta att den nominella nettoskulden i framtiden kommer att utgöra en konstant andel av BNP på $418/1700 = 25$ procent.

² Det är i och för sig inte självklart att lånekostnaderna för den del som är denominerad i utländsk valuta är helt okänsliga för ett EMU-medlemskap; där ingår en del svaga valutor vilkas nominella räntor, i likhet med den svenska kronans, ligger högt över vad som blir den troliga räntan på den framtida europeiska valutans. Dessutom ingår några icke-europeiska valutor (USA-dollar och japanska yen) vilkas vikter möjligen kan komma att ändras i framtiden. Troligen blir dock dessa effekter kvantitativt obetydliga, varför jag för enkelhets skull har valt att bortse från dem.

³ Även här kan, bl a på grund av konstruktionen av konsumentprisindex i olika länder, den reala räntan bli annorlunda vid ett svenskt medlemskap. Detta är en komplicerad fråga av (ännu så länge) mindre kvantitativ betydelse, varför vi bortser från den i detta sammanhang.

⁴ Halvårssiffran är inte offentlig, varför jag schablonmässigt har räknat upp den senaste tillgängliga helårssiffran.

Den genomsnittliga löptiden på denna nettoskuld, definierad som s k modifierad duration, är svår att beräkna, men den kan schablonmässigt uppskattas till ca 4 år. Den svenska fyraårsräntan var vid halvårsskiftet ca 7,7 procent medan motsvarande tyska ränta låg på 5,3 procent. Låt oss nu anta, att räntan inom EMU kommer att bli lika med den tyska räntan. Som en första enkel kalkyl, av det slag som finns hos Gros (1996), kan vi då beräkna svenska statens årliga nominella räntevinst av ett EMU-medlemskap till

$$(0,077 - 0,053) \cdot 418 = 10 \text{ mdr kr}$$

eller

$$(0,077 - 0,053) \cdot 25 = 0,6 \text{ procent av BNP}$$

Med en ränta på den tyska räntans nivå kommer staten således att göra en årlig räntebesparing motsvarande 0,6 procent av BNP. Denna siffra bygger emellertid på en rad orealistiska förutsättningar, till exempel att statsskuldens andel av BNP och dess löptidsstruktur kommer att vara konstanta i framtiden och oberoende av om Sverige går med i EMU eller inte. Dessa båda förutsättningar kan givetvis diskuteras, men jag kommer för enkelhets skull att hålla fast vid dem. Däremot kommer jag nedan att modifiera kalkylen genom att ta hänsyn till ett antal olika faktorer, nämligen vilken inflationspolitik Sverige kommer att välja i framtiden, hur anpassningen av räntorna (från dagsläget till ett framtida förhoppningsvis stabilt tillstånd) kommer att ske över tiden, samt hur kalkylerna påverkas av olika riskpremier. Dessa punkter kommer att diskuteras nedan.

Slutligen bör påpekas att jag tills vidare gör alla kalkyler i nominella termer. Skälet till detta är tvåfaldigt: dels brukar det ju vara det nominella budgetunderskottet, snarare än det (ekonomiskt mer korrekta) reala som står i centrum för den allmänna debatten, och faktiskt även för EMUs konvergenskrav; dels är den nominella kalkylen i sin detaljrikedom pedagogiskt instruktiv. I avsnitt 2.3 nedan kommer dock de nominella effekter som kartlagts i avsnitten 2.1 och 2.2 att översättas till reala termer.

2.2 Den nominella räntevinsten: En mer realistisk kalkyl

2.2.1 Den svenska inflationspolitiken

Den svenska räntan kommer vid ett EMU-medlemskap att bli lika med EMU-räntan, som vi ovan antog är lika med den tyska räntan (se dock nedan). Om Sverige emellertid väljer att stanna utanför EMU kommer räntan att bero på vilken inflationspolitik vi då kommer att föra. Det finns härvidlag en rad olika tänkbara inflationsscenarier, vart och ett med sin (subjektivt åsatta) sannolikhet. Man kan visserligen hävda att eftersom riksbanken satt upp ett officiellt inflationsmål, är det detta som bör ligga till grund för alla kalkyler. Vi kan dock inte utesluta att de privata placerarna, om Sverige väljer att stå utanför EMU, *just därför* kan komma att förvänta en högre inflationstakt än de officiella två procenten.

I detta sammanhang kommer jag inte att diskutera vilken svensk inflationstakt som blir den troligaste i framtiden. Däremot kommer jag att genomföra tre räkneexempel, för tre alternativa inflations- och ränteantaganden. Jag kommer härvidlag att anta, att de antagna inflationstakterna gäller från halvårsskiftet 1996 och i all framtid.

Det första exemplet utgår från att Sverige blir medlem av EMU den 1 januari 1999 och att inflationen inom EMU kommer att vara densamma som Sveriges riksbanks nuvarande officiella mål, dvs två procent. Vi vet visserligen inte vilken penningpolitik som kommer att föras inom EMU, men antagandet om en tvåprocentig inflation är i alla fall konsistent med den allmänna synen på den europeiska centralbanken som en från politikerna självständig bank vars primära mål är att hålla inflationen på en låg nivå.⁵ Om vi vidare antar en realränta på fyra procent implicerar detta en långsiktig nominalränta inom EMU på 6 procent.

⁵ Se t ex Berg (1996).

Det andra räkneexemplet utgår från att Sverige inte går med i EMU, men att vi likafullt håller en inflationstakt på två procent. Med en realränta på fyra procent⁶ implicerar detta en svensk nominalränta på sex procent. Denna kommer dock troligen endast att gälla på lång sikt; under en övergångsperiod, till dess riksbankens inflationsmål blivit trovärdigt fastän vi valt att stanna utanför EMU, kan nominalräntan bli annorlunda. Detta diskuteras mer ingående i avsnitt 2.2.2 nedan.

Det tredje räkneexemplet utgår från att Sverige inte går med i valutaunionen, och att vi då väljer att hålla en inflationstakt som ligger över den inom EMU. Jag har härvidlag utgått från en tänkt svensk inflationstakt på fyra procent, men eftersom alla kalkyler nedan redovisas i detalj, blir det relativt enkelt för den som vill pröva någon annan inflationstakt att göra om kalkylerna i enlighet med denna. Med en fyraprocentig realränta innebär detta en långsiktig nominalränta på åtta procent.

Valet av siffror för räkneexemplen aktualiserar frågan om vad alternativet till ett svenskt EMU-medlemskap egentligen är. Man skulle kunna hävda, att vi i detta sammanhang endast ska studera de statsfinansiella effekterna av ett EMU-medlemskap *i sig*. De naturliga inflationsalternativen blir då två procents inflation som medlemmar, jämfört med två procents inflation som icke-medlemmar. De kalkyler för ett alternativ med fyra procents inflation jag gjort skulle då avspegla effekter av en inflationspolitik, snarare än de renodlade effekterna av ett EMU-medlemskap.

Det skulle emellertid också kunna hävdas att om vi skulle välja att stanna utanför, skulle vi göra detta därför att vi av olika skäl önskar hålla en högre inflationstakt än resten av Europa. Det mest realistiska alternativet till ett EMU-medlemskap skulle då vara till exempel den fyraprocentiga inflationstakt jag använt i några av mina kalkyler. Mot detta kan anföras att just det faktum att Sverige väljer att stanna utanför inte nödvändigtvis behöver tolkas som att vi önskar hålla en systematiskt högre inflationstakt. Däremot skulle vi kanske vilja ha en

⁶ Man kan diskutera vilket som är det lämpligaste antagandet om realräntan. För närvarande noteras på de realobligationer som Riksgäldskontoret emitterar en realränta på mellan 4,5 och 5 procent. I ett historiskt perspektiv förefaller dock detta tämligen högt; den genomsnittliga realräntan i Sverige har under 1900-talet legat mellan 3 och 4 procent. Enligt en del bedömare speglar därför den höga räntan på de svenska realobligationerna snarast initialproblem på en ännu outvecklad och illikvid marknad. Å andra sidan kan man inte utesluta att realräntan i världen, på grund av en rad internationella faktorer, faktiskt har stigit i jämförelse med tidigare decennier. För en diskussion av de svenska erfarenheterna av indexobligationer, se Persson (1997).

större penningpolitisk flexibilitet än ett medlemskap kan erbjuda – men trots detta hålla oss på samma *genomsnittliga* inflationstakt som EMU.

Frågan om vilken svensk inflationspolitik som är det mest relevanta alternativet till ett EMU-medlemskap är således komplicerad. Nedan redovisar jag därför de två alternativen, två respektive fyra procents inflation, utan att ta ställning till vilket som är det mest sannolika. Eftersom kalkylerna dessutom redovisas i detalj är det möjligt för de läsare som inte tror på någondera att göra om kalkylerna för sitt eget alternativ.

2.2.2 Anpassningen över tiden

Den besparing på 0,6 procent av BNP som nämndes i avsnitt 2.1 ovan kommer inte att kunna göras omedelbart. Det faktum att den svenska nettoskulden har en genomsnittlig löptid på fyra år⁷ betyder att om Sverige går med i EMU den 1 januari 1999, och om räntan då omedelbart faller till EMU-nivån, kommer vi i genomsnitt att komma i åtnjutande av den lägre EMU-räntan först den 1 januari 2003. Om således den svenska nettoskulden förblir oförändrat 25 procent av BNP, dess genomsnittliga löptid förblir oförändrat 4 år, och den svenska respektive tyska räntan förblir oförändrade 7,7 procent resp 5,3 procent den 1 januari 1999, så visar ovanstående kalkyl att vi kommer att göra en nominell vinst på 0,6 procent av BNP per år som i genomsnitt börjar utfalla den 1 januari 2003.

I föregående avsnitt antog vi vidare att den svenska räntan, om vi väljer att stå utanför EMU och dessutom väljer att föra en höginflationspolitik (dvs fyra procents inflation i stället för två), kommer att ligga på åtta procent snarare än på de 7,7 som observerades i mitten av 1996. På lång sikt är det rimligt att anta att alla räntor är konstanta (6 resp 8 procent). På kortare sikt är det mer realistiskt att anta att räntorna anpassar sig över tiden mot sina långsiktiga jämviktsnivåer. I detta avsnitt ska vi på ett något schablonmässigt sätt ta hänsyn till detta. Vi ska också, utan att direkt använda oss av en fullständig simuleringsmodell, göra mer realistiska antaganden om den svenska statsskuldens sammansättning än vi gjorde i avsnitt 2.1, där vi ju behandlade statsskulden som om den bestod av en enda obligation med fyra års löptid.

⁷ I verkligheten består den av en mängd obligationer med både kortare och längre löptider, men i detta sammanhang kan vi behandla den som om den bestod av en enda obligation som ska omsättas efter fyra år.

För att få en korrekt kalkyl måste man ta hänsyn till att den svenska ränta på 7,7 procent som gällde 1996-06-30 byggde på att marknaden just denna dag åsatte en viss sannolikhet på ett framtida svenskt medlemskap och en annan sannolikhet på att vi väljer att *inte* gå med. Om Sverige väljer att gå med, kommer politiska signaler om detta att successivt nå marknaden under de närmaste åren. Den svenska räntan kommer då troligen att krypa ner mot EMU-nivån för att den 1 januari 1999 nå exakt den nivån.⁸ Anledningen till att den svenska räntan inte omedelbart faller till EMU-nivån är just den osäkerhet om medlemskap som trots allt kvarstår ända till sista minuten; inte ens om regeringen och socialdemokraterna i dag uttalade sig entydigt för ett medlemskap är det troligt att räntan skulle falla särskilt mycket.

För alternativet med ett svenskt medlemskap antar vi därför att räntan rör sig linjärt från 7,7 procent i mitten av 1996 till 6 procent i början av 1999. För alternativet att Sverige väljer att stå utanför, och dessutom att följa en höginflationspolitik, antar vi likaledes att räntan rör sig linjärt från 7,7 procent till 8 procent under samma tidsrymd.

Alternativet att Sverige väljer att stanna utanför EMU men att ändå hålla en inflation på EMU-nivå är mer komplicerat. Problemet rör hur många år riksbanken måste hålla fast vid en sådan inflation innan den blir trovärdig. Att frågan är högst konkret illustreras av ränteuppgången den 28 augusti 1996, när finansministern i en artikel i Dagens Nyheter antydde, att vårt EMU-medlemskap skulle kunna skjutas på framtiden; om marknaden då hade trott att den svenska inflationen skulle ha legat på EMU-nivå oberoende av om vi blir medlemmar eller inte, skulle ju räntan inte ha påverkats av denna signal. Jag kommer här något godtyckligt att anta att det tar dubbelt så lång tid för låginflationspolitiken att bli trovärdig om vi stannar utanför som om vi går med i EMU. Anledningen till detta är att det kan vara svårare att skapa trovärdighet för en låginflationspolitik än för en höginflationspolitik om vi väljer att stå utanför EMU; marknaden kräver därför en längre period av låga inflationssiffror innan den blivit helt övertygad om att Sverige verkligen slagit in på en

⁸ Det är förmodligen en sådan anpassning nedåt vi kunnat observera under 1995 och 1996, då ledande företrädare för regeringen har gett intryck av att ett svenskt medlemskap 1999 är huvudalternativet. Denna långsiktiga trend har dock ibland avbrutits av rykter uppåt igen när marknaden nåts av signaler som skulle kunna tolkas som att ett svenskt medlemskap trots allt skulle kunna skjutas på framtiden.

låginflationsbana.⁹ För detta alternativ förutsätts således räntan falla linjärt från 7,7 procent i mitten av 1996 till 6 procent i mitten av 2001.

De olika ränteantagandena sammanfattas i tabell 1, vilken sträcker sig till år 2001. Därefter antas alla nominalräntor ligga kvar på sina jämviktsnivåer (6 resp 8 procent). Siffrorna i tabellen avser förhållandena vid mitten av varje år, och all låneomsättning och nyupplåning under respektive år antas ske till den räntan. För 1999 har dock räntan vid såväl årets början (då Sverige förutsätts gå med i EMU) som årets mitt angivits.

Tabell 1: Antaganden om nominalräntans utveckling, procent

| År | Medlemskap 1 januari 1999 | Ej medlemskap, inflation 2 procent | Ej medlemskap, inflation 4 procent |
|---------------|------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|
| 1996 | 7,7 | 7,7 | 7,7 |
| 1997 | 7,02 | 7,36 | 7,84 |
| 1998 | 6,34 | 7,02 | 7,96 |
| 1999 (början) | 6,00 | 6,85 | 8,00 |
| 1999 (mitten) | 6,00 | 6,68 | 8,00 |
| 2000 | 6,00 | 6,34 | 8,00 |
| 2001 | 6,00 | 6,00 | 8,00 |

Om vi vidare antar att statsskuldens genomsnittliga löptid på fyra år innebär att en åttondel omsätts varje år, kommer varje år en åttondel att belastas med den för respektive år gällande räntan.¹⁰ Dessa nyomsatta obligationer kommer så att finnas kvar i skuldportföljen i åtta år, tills de ska omsättas igen till den vid denna tidpunkt gällande räntan. Vi kan genom att ta hänsyn till denna låneomsättning beräkna, för varje år, hur mycket högre de nominella räntekostnaderna blir om vi väljer att stanna utanför EMU (vid 2 resp 4 procents inflation) jämfört med om vi går med.

Resultatet av kalkylerna, i vilka jag har antagit en real BNP-tillväxt på 2 procent per år för samtliga alternativ, visas i tabell 2. Vi ser att skillnaderna blir relativt små mellan medlemskap och icke-medlemskap

⁹ Man kan tycka att det skulle räcka med att observera inflationen under bara ett år för att se om Sverige valt hög- eller låginflationspolitiken; om man observerar siffran 4 procent förstår man att det förra alternativet gäller, och om man observerar siffran 2 procent förstår man att det senare alternativet gäller. I verkligheten rör sig emellertid inflationen inte längs så klara och entydiga banor utan är behäftad med en rad tillfälliga störningar. De siffror jag använt i kalkylerna är därför att betrakta som genomsnittssiffror, rensade från tillfälliga och konjunkturmässiga fluktuationer.

¹⁰ Eftersom vi antar att den nominella nettoskulden utgör konstant 25 procent av BNP blir det egentligen, vid en positiv BNP-tillväxt, både en omsättning och en viss nyupplåning som äger rum till respektive års ränta.

om Sverige i det senare fallet håller samma inflationstakt som EMU. De skillnader som trots allt uppstår beror på svårigheten för en icke-medlem att skapa trovärdighet för låginflationspolitiken och därmed få ner räntan. Av tabellen framgår att merkostnaden aldrig överstiger 0,06 procent av BNP; år 2008 och därefter, när alla de obligationer som emitterades till räntor över jämviktsnivån på 6 procent har förfallit, är skillnaden noll.

Den nominella kostnadsskillnaden mellan medlemskap och icke-medlemskap om Sverige i det senare fallet accepterar en högre inflationstakt än EMU blir naturligtvis större och rör sig asymptotiskt uppåt mot 0,5 procent av BNP när de sista obligationerna som emitterades till en ränta under jämviktsnivån förfallit år 2008. Därefter kvarstår skillnaden på 0,5 procent i all framtid.¹¹

Tabell 2: Nominella statsskuldräntor i procent av respektive års BNP: merkostnader av att stanna utanför EMU

| År | Alternativ till medlemskap: 2 procent inflation | Alternativ till medlemskap: 4 procent inflation |
|------|---|---|
| 1996 | 0,00 | 0,00 |
| 1997 | 0,01 | 0,02 |
| 1998 | 0,03 | 0,06 |
| 1999 | 0,05 | 0,11 |
| 2000 | 0,06 | 0,15 |
| 2001 | 0,06 | 0,19 |
| 2002 | 0,06 | 0,22 |
| 2003 | 0,06 | 0,25 |
| 2004 | 0,05 | 0,32 |
| 2005 | 0,04 | 0,40 |
| 2006 | 0,03 | 0,45 |
| 2007 | 0,01 | 0,48 |
| 2008 | 0,00 | 0,50 |

2.3 Den reala räntevinsten

Man skulle kunna tro att eftersom nominalräntan förutsätts anpassa sig till förändringar i inflationstakten så att realräntan förblir konstant fyra procent, så är de reala lånekostnaderna oberoende om vi går med i EMU eller inte, och oberoende av vilken inflationstakt vi – som icke-

¹¹ Med stationära räntor på 6 procent inom EMU och 8 procent i Sverige blir skillnaden i nominell räntekostnad, om den nominella nettoskulden är 25 procent av BNP, $(0,08 - 0,06) \cdot 25 = 0,5$ procent av BNP.

medlemmar – väljer att ha. Detta är dock inte korrekt. För det första anpassar sig inte nominalräntan omedelbart, eftersom marknaden inte ögonblickligen kan tolka de motstridiga signaler den mottager från de politiskt ansvariga. Detta illustrerades i avsnitt 2.2.2 ovan av vårt antagande om att nominalräntan anpassar sig med en betydande eftersläpning till det nya jämviktsläget. Under denna anpassningsperiod, som i vårt fall antogs vara två och ett halvt respektive fem år, varierar realräntan.

För det andra skulle, även om politikerna kunde sända ut sådana signaler till marknaden att en viss inflationspolitik omedelbart blev trovärdig, det ändå dröja i genomsnitt fyra år innan den nya nominalräntan slog igenom på upplåningskostnaden för hela skuldstocken – detta beroende på att den nominella nettoskuldens genomsnittliga löptid är just fyra år. Staten befinner sig här i samma situation som en privatperson som har tagit ett fyraårigt lån med bunden ränta: bägge tjänar på att en hög inflation urholkar realvärdet av skulden innan det efter fyra år blir dags att omsätta den.

I detta avsnitt ska vi beräkna storleken på dessa effekter. Vi noterar inledningsvis att de nominalräntor som anges i tabell 1, vid våra antaganden om inflationsstakterna för de olika alternativen, implicerar de realräntor som anges tabell 3.

Tabell 3: Antaganden om realräntans utveckling ex post, procent

| År | Medlemskap 1 januari 1999 | Ej medlemskap, inflation 2 procent | Ej medlemskap, inflation 4 procent |
|---------------|------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|
| 1996 | 5,70 | 5,70 | 3,70 |
| 1997 | 5,02 | 5,36 | 3,84 |
| 1998 | 4,34 | 5,02 | 3,96 |
| 1999 (början) | 4,00 | 4,85 | 4,00 |
| 1999 (mitten) | 4,00 | 4,68 | 4,00 |
| 2000 | 4,00 | 4,34 | 4,00 |
| 2001 | 4,00 | 4,00 | 4,00 |

Om vi med dessa realräntor gör samma kalkyler för den reala lånekostnaden ex post som vi i avsnitt 2.2.2 gjorde för den nominella lånekostnaden, får vi de kostnadsskillnader som redovisas i tabell 4. Vi ser att om Sverige väljer att stanna utanför EMU, och på egen hand driver en låginflationspolitik, kommer den reala upplåningskostnaden att bli något högre under åren kring år 2000 än om vi skulle ha gått med. Detta beror på att Sveriges tidigare inflationshistoria gör det svårare för oss att få trovärdighet för låginflationspolitiken på egen hand. Ett medlemskap skulle fungera som ett instrument för att skapa trovärdighet, och därmed skulle vi få lägre realräntor ex post. Exakt hur stor denna trovärdighetsvinst av ett medlemskap skulle vara är givetvis

omöjligt att säga; det är snarare en fråga för psykologer än för ekonomer, och mina kalkyler är bara att betrakta som ett (kanske inte helt realistiskt) räkneexempel ägnat att illustrera det principiella problemet.

Om alternativet till medlemskap i stället är en höginflationslinje, ser vi i tabell 4 att merkostnaden för att stanna utanför EMU blir negativ för en rad av år, dvs statsfinanserna skulle *förbättras* av att vi stannade utanför. Mekanismen är densamma som för det förra alternativet; om nominalräntorna inte anpassar sig omedelbart, kan staten, genom att driva fram en något annorlunda inflation än marknaden förväntat sig, kortsiktigt påverka realräntan ex post. I detta fall blir det då en realräntevinst för staten. Man kan här i och för sig diskutera om vinsten kommer av att vi stannar utanför EMU *i sig*, eller om den egentligen kommer av att vi bedriver en höginflationspolitik – oavsett om vi är med i EMU eller inte. Jag ska inte i detta sammanhang diskutera huruvida det är möjligt att skilja på dessa begrepp, men saken visar hur viktigt det är att vi har exakt klart för oss vilken inflationspolitik som är det realistiska alternativet till ett EMU-medlemskap.

Tabell 4: Reala statsskuldräntor i procent av respektive års BNP: merkostnader av att stanna utanför EMU

| År | Alternativ till medlemskap: 2 procent inflation | Alternativ till medlemskap: 4 procent inflation |
|------|---|---|
| 1996 | 0,00 | -0,07 |
| 1997 | 0,01 | -0,10 |
| 1998 | 0,03 | -0,11 |
| 1999 | 0,05 | -0,11 |
| 2000 | 0,06 | -0,11 |
| 2001 | 0,06 | -0,11 |
| 2002 | 0,06 | -0,10 |
| 2003 | 0,06 | -0,10 |
| 2004 | 0,05 | -0,04 |
| 2005 | 0,04 | -0,01 |
| 2006 | 0,03 | 0,00 |
| 2007 | 0,01 | 0,00 |
| 2008 | 0,00 | 0,00 |

Ovanstående resonemang hänförde sig till problemen kring trovärdigheten och berörde den låneomsättning och nyupplåning som sker under en begränsad tidsperiod. Den andra reala effekt som nämndes i inledningen till detta avsnitt rör den reala urgröpning av nettoskulden som kan åstadkommas under de fyra år som skulden i genomsnitt löper med fast ränta. Denna effekt är inte knuten till EMU-

medlemskapet i sig, utan är ett renodlat resultat av vårt val av inflationspolitik. Icke desto mindre hör den hemma i detta avsnitt.

Om den nominella nettoskulden utgör 25 procent av BNP, och om vi antar att den ligger på denna konstanta nivå i all framtid, kommer en inflationstakt på 4 procent, snarare än 2 procent, att åstadkomma en real utgröpning på $0,02 \cdot 25 = 0,5$ procent av BNP i fyra års tid. Om således alternativet till medlemskap (med 2 procent inflation) är att stanna utanför och ha 4 procent inflation, får staten en merkostnad för medlemskapet på 0,5 procent av BNP per år under de fyra första höginflationsåren. Därefter har i genomsnitt hela skulden satts om, och ytterligare urgröpning av skuldens realvärde är inte möjlig.

Denna vinst av en real urgröpning av statsskulden ska adderas till siffrorna i tabell 4 för att vi ska få en totalbild av effekterna på de reala lånekostnaderna. Eftersom urgröpningsvinsten hänför sig uteslutande till valet av inflationspolitik, och inte till medlemskapet i sig, påverkas inte siffrorna i den kolumn i tabell 4 som avser alternativet med en tvåprocentig inflation. Till siffrorna för de fyra första åren i den andra kolumnen i tabell 4, som avser alternativet med en fyraprocentig inflation, ska vi dock addera -0,5 procent per år. Vi får således -0,57 procent för 1996, -0,60 procent för 1997, -0,61 procent för 1998 och -0,61 procent för 1999.

Slutligen kan det här vara på sin plats att diskutera vilket år kalkylerna egentligen bör börja. När detta skrivs, under sensommaren 1996, finns statistiken över räntor och statsskuld vid halvårsskiftet 1996 tillgänglig. Det ter sig därför naturligt att låta kalkylerna börja med år 1996. Samtidigt kan man hävda att alternativet med en fyraprocentig inflation ter sig orealistiskt för 1996; när denna rapport publiceras mot slutet av 1996, torde det knappast vara möjligt att åstadkomma en så hög inflation att genomsnittsinflationen för 1996 kommer ens i närheten av fyra procent. Det kan därför vara rimligt att visserligen låta alla antaganden om nominalräntans anpassning över tiden (av det slag som visades i tabell 1 ovan) utgå från läget vid mitten av 1996, men att inte räkna med någon realräntevinst av en fyraprocentig inflation för just detta år. Med ett sådant synsätt skulle man således bortse från första raden i tabell 4 och bara betrakta realräntevinsten av en höginflationspolitik från och med 1997. I så fall skulle den 0,5-procentiga urgröpningsvinsten inte heller adderas till siffrorna i tabell 4 för åren 1996, 1997, 1998 och 1999, utan snarare för åren 1997, 1998, 1999 och 2000.

2.4 Riskpremiens betydelse

Kalkylerna i avsnitt 2.2 och 2.3 förutsatte att förändringar i inflationstakten slår igenom helt och hållet – om än med viss eftersläpning – på nominalräntan. Detta är inte självklart. Om ett EMU-medlemskap medför en förändring i riskpremien, kan den reala lånekostnaden komma att ändras även på lång sikt. Riskpremien är egentligen en sammanfattande beteckning för åtminstone tre olika komponenter:

$$\text{Riskpremien} = \begin{array}{c} \text{Inflations-} \\ \text{riskpremie} \end{array} + \begin{array}{c} \text{Konkurs-} \\ \text{riskpremie} \end{array} + \begin{array}{c} \text{Likviditets-} \\ \text{riskpremie} \end{array}$$

Låt oss diskutera dessa komponenter var för sig.

2.4.1 Inflationsriskpremien

Låt oss beteckna den nominella räntan på svenska statsobligationer med n . Om vi låter r beteckna den avkastning man kan få på reala statsobligationer, och π beteckna förväntad inflationstakt, kan placerarnas nominella avkastningskrav skrivas som

$$n = r + \pi + \rho \quad (1)$$

där ρ betecknar den riskpremie placeraren kräver som kompensation för att den verkliga inflationen kanske inte blir lika med den förväntade. Statens reala lånekostnad är lika med $n - \pi$, vilket är lika med $r + \rho$ och således beror på riskpremiens storlek. Denna beror i sin tur på placerarnas grad av riskaversion och på den reala ränterisken (dvs på variansen hos $n - \pi$ och på kovariansen mellan $n - \pi$ och den reala avkastningen på andra tillgångar som placerarna kan välja).

I princip skulle man, om man kände storleken på n , r och π , kunna använda sig av ekvation (1) för att beräkna storleken på ρ . I praktiken är det svårare. För det första känner man inte alltid den förväntade inflationstakten π , varför man egentligen endast kan beräkna storleken på summan $(\pi + \rho)$. För det andra har vi i Sverige bara haft realobligationer i ett par år; marknaden är fortfarande illikvid och alla

noteringar på r är därför tvivelaktiga.¹² Som tur är finns det dock andra, indirekta metoder att beräkna storleken på ρ .

Vi kan skriva ett liknande uttryck för den utländska (säg, tyska) nominalräntan:

$$n^* = r^* + \pi^* + \rho^* \quad (2)$$

En asterisk betecknar således att det rör sig om en utländsk variabel. Det ligger nära till hands att förmoda att r och r^* är lika stora, och även om detta inte är helt självklart, antar vi i fortsättningen att $r=r^*$. Om den svenska staten överväger att gå med i en valutaunion, vilket vi tills vidare antar är detsamma som att få samma nominalränta och inflationstakt som utlandet (se dock avsnitt 2.4.2 nedan), blir realräntevinsten eller -förlusten av detta lika med $[(n-\pi)-(n^*-\pi^*)]$.

Låt oss nu skriva villkoret för s k öppen ränteparitet¹³ som

$$n = n^* + \frac{E^* - E}{E} + \varepsilon, \quad (3)$$

där E betecknar dagens växelkurs, uttryckt i kronor per enhet utländsk valuta, och E^* är den förväntade framtida växelkursen. Variabeln ε är en växelkursriskpremie. Denna beror på att om en tysk placerare överväger att placera i svenska obligationer till räntan r så är det inte helt säkert vilken avkastning en sådan placering kan ge i D-mark räknat; den verkliga framtida växelkursen kan ju bli annorlunda än den förväntade E^* . Den tyska placeraren kräver därför en riskpremie utöver den förväntade avkastningen; den svenska räntan måste vara en smula högre än summan av den tyska räntan och förväntad växelkursförändring, vilket betyder att ε i ekvation (3) ovan är ett positivt tal.

Man kan emellertid även se saken från andra sidan. För en svensk placerare, som står i begrepp att göra en D-markplacering till den tyska räntan r^* , är ju också avkastningen, i kronor räknat, osäker. Även här kan den verkliga växelkursen bli annorlunda än den förväntade. Den svenska placeraren kräver därför också en riskpremie i form av att den tyska räntan plus förväntad växelkursförändring ska vara en smula högre än den svenska räntan. Detta innebär i sin tur att ε i ekvation (3) ovan är ett *negativt* tal. Detta kan vid första ögonkastet te sig paradoxalt, eftersom man kan tycka att det landet som har den

¹² Se Persson (1997).

¹³ För en diskussion av detta och följande begrepp, se någon lärobok i internationell makroteori, till exempel Krugman & Obstfeld (1994).

största osäkerheten om sin inflation också bör ha den största riskpremien. Men växelkursen mellan två länder påverkas ju bara av *skillnaden* mellan deras respektive inflationstakter, inte av vems fel det är att skillnaden blir så stor som den blir. Härav följer att osäkerheten om utvecklingen mellan exempelvis kronor och D-mark blir lika stor oavsett om det ursprungligen är den svenska eller den tyska centralbanken som betar sig ryckigt och oförutsägbart.

Vi vet att både svenska och utländska placerare är aktiva på marknaden. Men ε kan inte samtidigt vara både positivt och negativt. Dessa två villkor är förenliga om växelkursriskpremien är lika med noll.¹⁴ Man brukar därför ofta i litteraturen anta att $\varepsilon = 0$.

Låt oss slutligen skriva sambandet mellan förväntad växelkursförändring och förväntad inflation på formen

$$\frac{E^e - E}{E} = \pi - \pi^* + \xi \quad (4)$$

Detta är det välkända villkoret för s k (relativ) köpkraftsparitet, och ξ betecknar här den eventuella avvikelser från detta ideal.

Genom att kombinera ekvationerna (1) och (2) får vi

$$(n - \pi) - (n^* - \pi^*) = \rho - \rho^* \quad (5)$$

Genom att kombinera ekvationerna (3) och (4) får vi

$$(n - \pi) - (n^* - \pi^*) = \varepsilon + \xi \quad (6)$$

Slutsatsen är, att den reala räntevinsten av att gå med i unionen kan uttryckas antingen som skillnaden mellan riskpremierna ρ och ρ^* eller som summan av riskpremien ε och avvikelser från köpkraftsparitet ξ . Låt oss för ögonblicket anta att $\xi = 0$. Det mer generella fallet, där köpkraftsparitet inte nödvändigtvis gäller, diskuteras nedan i avsnitt 2.4.2.

Om $\xi = 0$ blir räntevinsten lika med växelkursriskpremien ε vilken, som påpekades ovan, lika gärna kan vara positiv som negativ.

¹⁴ Ett annat sätt att lösa problemet är att anta att marknaden består av många heterogena placerare som har olika växelkursförväntningar och olika riskpremier. Detta leder dock till en mycket komplicerad modell.

Det är dock troligt att inflationsriskpremien för Sverige är större än inflationsriskpremien för Tyskland (eller för EMU), varför vi antar att $\rho > \rho^*$.¹⁵ Således bör ε , som ju är lika med skillnaden mellan Sveriges och utlandets inflationsriskpremie, vara positiv – även om det inte finns någonting i själva ränteparitetsvillkoret som säger detta.

Under årens lopp har det gjorts många försök att empiriskt skatta storleken på växelkursriskpremien ε . Man kan visa att skillnaden mellan terminskursen och den förväntade framtida avistakursen för två valutor är nära relaterad till riskpremien i ränteparitetsvillkoret mellan dessa valutor; genom att studera denna skillnad kan man således få en uppfattning av riskpremiens storlek. Problemet är att den förväntade framtida avistakursen inte är observerbar. Man har därför tvingats försöka uppskatta denna på olika indirekta sätt som alla har sina svagheter.¹⁶ På senare år har dock en del studier gett resultat som tyder på att riskpremien åtminstone för vissa par av valutor *kan* vara skild från noll, men att den ändå är tämligen liten.¹⁷

Det senaste försöket att estimerar växelkursriskpremien för svenska kronor gentemot D-mark har gjorts av Alexius och Sellin (1996) och ger vid handen att den varierar kraftigt över tiden, men att den i regel är mycket låg, i genomsnitt omkring 0,2 procentenheter. Tidvis, under perioder av stor oro på valutamarknaderna, kan den dock uppgå till och ibland överstiga en halv procentenhet. Om vi vågar anta att riskpremien gentemot den framtida EMU-valutan, euro, kommer att bli ungefär densamma som riskpremien gentemot D-marken i dag, kan vi därför åsätta ett värde på ε på i genomsnitt kanske 0,2 procentenheter.¹⁸

Om Sverige skulle gå med i EMU kommer denna riskpremie således definitionsmässigt att försvinna gentemot de europeiska valutorna. Gentemot icke-europeiska valutor, som yen och dollar,

¹⁵ Från ett strikt portföljteoretiskt resonemang följer dock inte nödvändigtvis att $\rho > \rho^*$. Riskpremien beror inte enbart på en tillgångs varians; den beror också på hur tillgångar samvarierar med andra tillgångar. Det är därför inte nödvändigtvis så att den tillgång vars avkastning är mest osäker (dvs har den högsta variansen) också har den högsta riskpremien. För enkelhets skull antar vi dock i detta sammanhang att så är fallet.

¹⁶ Dessa svårigheter har bl a att göra med det s k peso-problemet och med svårigheten att modellera regimskiften.

¹⁷ För en översikt av den senaste teoretiska och empiriska forskningen, se Engel (1995).

¹⁸ Studien av Alexius & Sellin (1996) avser placeringar över ett dygn. Vad vi är intresserade av är egentligen placeringar över en tidshorisont som är lika med durationen för den svenska statsskulden, dvs fyra år. Någon studie av denna placeringshorisont har dock inte gjorts. Det är rimligt att anta att riskpremien ökar något med placeringstidens längd, men detta samband är varken enkelt eller entydigt. Siffran 0,2 procentenheter är därför bara att se som en kanske inte alltför orimlig gissning.

kommer den att ersättas av eurons riskpremie. Vi har härvidlag två principiella problem.

Det första problemet rör eurons växelkursriskpremie gentemot dollar och yen. Man vill gärna tänka sig att denna är lägre än den svenska kronans nuvarande växelkursriskpremie, eftersom den framtida europeiska centralbanken förmodligen kommer att kännetecknas av stor stabilitet och stort oberoende. Samtidigt innebär bildandet av EMU onekligen att placerarnas hedging-möjligheter minskar. Låt oss för enkelhets skull anta att det i världen bara finns tre valutablock: USA-dollar, den japanska yenen, och ett tiotal europeiska valutor. I en sådan värld finns det ett stort antal hedging-möjligheter för placerarna, och det är åtminstone teoretiskt tänkbart att vissa av de europeiska valutorna har sådana risk-karakteristika att de blir attraktiva i internationella portföljer – och därmed får en negativ eller åtminstone mycket låg riskpremie.

Om vi nu slår ihop alla dessa europeiska valutor till en enda EMU-valuta kommer placerarnas hedging-möjligheter att minska. De har då bara tre valutor att placera sina tillgångar i, och vi vet inte hur världens totala växelkursriskpremie kommer att fördelas mellan dessa tre; någon kommer säkert att få en negativ riskpremie, medan någon annan kommer att få en positiv. Det finns därvidlag inget som talar *a priori* för att riskpremien för just EMU-valutan kommer att bli särskilt låg. Vad som händer i allmän kapitalmarknadsjämvikt om man slår ihop ett antal valutor är, såvitt jag vet, ännu ett olöst problem i den teoretiska litteraturen. Vi kan därför inte utan vidare anta att Sverige kommer att få en lägre riskpremie gentemot USA-dollar och den japanska yenen som EMU-medlem än som icke-medlem.

Det andra problemet rör den fråga som redan har ställts flera gånger ovan, nämligen vad alternativet till ett svenskt EMU-medlemskap egentligen är. Det räcker inte att säga att den svenska riskpremien tidigare under 1990-talet varit exempelvis två tiondels procentenhet. Denna siffra är nämligen irrelevant som jämförelse; den relevanta riskpremien är i stället den som skulle gälla vid den penningpolitik som Sverige, som icke-medlem, skulle föra i framtiden.

För att kunna bedöma effekterna av ett EMU-medlemskap räcker det därför inte med att, som i avsnitt 2.2 och 2.3 ovan, kunna säga vilken *genomsnittlig* inflation Sverige skulle ha som icke-medlem. Vi måste också veta vilken *inflationsvarians* Sverige skulle ha som icke-medlem. Det finns här flera tänkbara alternativ. Ett är att Sverige som icke-medlem håller en genomsnittlig inflationstakt på EMU-nivå (dvs två procent enligt ovanstående kalkyler) och dessutom håller

samma varians på inflationen som EMU. I så fall skulle, om vi bortser från de mer komplicerade effekterna i allmän kapitalmarknadsjämvikt, vår riskpremie bli i stort sett densamma som EMU-ländernas. Ett svenskt medlemskap skulle därför innebära en betydligt mindre realräntevinst än vad man skulle få intryck av, om man utgick från dagens riskpremie.

Ett speciellt problem härvidlag är att om Sverige valde att stå utanför EMU, så skulle en så låg inflationsvariens kanske inte omedelbart bli trovärdig. Vi kan därför få kortsiktiga övergångseffekter av samma slag som dem vi analyserade för genomsnittsinflationen i avsnitt 2.2.2; man skulle här exempelvis kunna anta att riskpremien faller linjärt från dagens nivå till den framtida långsiktiga nivån på fem år. Detta är emellertid helt hypotetiskt – vi vet ännu alltför litet om riskpremiens storlek och bestämningsfaktorer – och jag avstår därför från att skapa ett falskt intryck av precision genom att utföra några explicita kalkyler i detta avseende.

Ett annat alternativ är att vi visserligen håller samma tvåprocentiga inflationstakt som EMU-länderna i genomsnitt men att vi använder den frihet vi har som icke-medlemmar till att acceptera en högre variabilitet i inflationen.¹⁹ I jämförelse med detta alternativ skulle i så fall ett medlemskap innebära en viss realräntevinst. Denna är dock förmodligen ganska liten. Vid en genomsnittlig inflation på en så låg nivå som två procent är det nämligen rimligt att anta att variansen i inflationen även i fallet med en "högvarianspolitik" blir betydligt lägre än den var på 1980- och 1990-talen, varför de estimat av riskpremiens storlek som gjorts under dessa år inte är relevanta.

Det tredje alternativet är en fyraprocentig inflation med en högre varians än den EMU-länderna väljer. Här blir riskpremien något större, men det är osäkert om den skulle kunna bli så stor som den var under 1980- och 1990-talen. Observera dock att den ovan citerade studien av Alexius & Sellin (1996) visar att, även under en tid då Sverige stått utanför EMU och trovärdigheten för den svenska låginflationspolitiken knappast var odiskutabel, riskpremien periodvis kunde vara så låg som någon tiondels procentenhet.

¹⁹ Vi måste inte ha en högre inflationsvariens än EMU för att kunna föra en självständig penningpolitik. Så länge den svenska inflationstakten inte är perfekt korrelerad med EMU-inflationen har vi en viss penningpolitisk autonomi, även om variansen är densamma.

Sammanfattningsvis finns det ingen anledning att tro att ett EMU-medlemskap skulle resultera i någon större realräntevinst, i form av en lägre inflationsriskpremie för Sverige.²⁰

2.4.2 Inflationsriskpremien och köpkraftspariteten

I föregående avsnitt konstaterade vi att realräntevinsten av ett EMU-medlemskap var lika med $\varepsilon + \xi$, dvs summan av växelkursriskpremien och avvikelserna från köpkraftsparitet, och vi genomförde så resonemanget under förutsättningen att avvikelserna från köpkraftspariteten var lika med noll. I verkligheten är köpkraftsparitet sällan uppfyllt ens på lång sikt.²¹ Den svenska kronan, till exempel, har sedan 1970 fallit med i genomsnitt 4,86 procent per år gentemot D-marken. Om köpkraftsparitet gällde, borde således den svenska inflationstakten ha varit i genomsnitt 4,86 procentenheter högre per år än den tyska. I själva verket hade Sverige en genomsnittlig inflation på 7,43 procent per år under perioden 1970-1995, medan Tysklands inflation var 3,68 procent. Skillnaden i inflationstakter, 3,75 procentenheter, var således "för liten" om man jämför den med kronans deprecieringstakt på 4,86 procent. Avvikelse termen ξ i ekvation (4) i föregående avsnitt var därför i genomsnitt 1,11 procent per år. Hur påverkar detta våra kalkyler över riskpremiens effekter?

Orsakerna till att köpkraftsparitet inte är uppfyllt i verkligheten är många och omdiskuterade. En av de viktigaste faktorerna är dock att det förmodligen råder ett klart samband mellan växelkursens utveckling å ena sidan och skillnaden i prisstegringstakt för de varor som går i internationell handel å andra sidan. Om man lät inflationstakterna π och π^* i ekvation (4) endast omfatta internationellt handlade varor, skulle man finna att ξ låg bra mycket närmare noll. I konsumentprisindex, som är vad vi använder för att beräkna inflationstakten i vanliga fall, ingår emellertid en rad varor som inte går i internationell handel, till exempel personliga tjänster. Om prisutvecklingen är annorlunda för internationellt handlade än för icke-handlade varor, kommer detta att ta sig uttryck i ett värde på ξ som kan bli avsevärt skilt från noll.

Från denna observation är det endast ett litet steg till att konstatera att den svenska inflationstakten, mätt i det svenska

²⁰ Observera dock att om riskpremien är negativ, vilket den rent teoretiskt skulle kunna vara, så skulle ett svenskt EMU-medlemskap i stället resultera i en ökning av statens reala lånekostnader.

²¹ För en översikt av litteraturen på området, se Rogoff (1996).

konsumentprisindex som speglar vårt speciella konsumtionsmönster, inte nödvändigtvis behöver bli lika med EMUs inflationstakt, mätt i ett konsumentprisindex som speglar helt andra konsumtionsmönster. I själva verket är det bara inflationstakterna för de varor som går i internationell handel (exempelvis industrivaror) som behöver bli lika. Vi har således, om vi går med i EMU, att $n=n^*$ (detta följer av kapitalets lättörlighet över gränserna), men inte nödvändigtvis att $\pi=\pi^*$. I själva verket kan ju inflationstakten i Norrland även i dag avvika från den i Götaland, om man tar hänsyn till skillnaderna i konsumtionsmönster mellan de olika landsdelarna.²²

Om således ξ varit lika med 1,11 procent per år under de senaste decennierna, kan detta tolkas som att vi i Sverige konsumerar vissa lokala varor vilka haft en lägre prisstegringstakt än de varor som går i internationell handel. Eftersom vi – och även svenska staten – förmodligen kommer att ha ungefär samma konsumtionsmönster i framtiden innebär detta att man, om man vill få en korrekt bild av statens reala lånekostnad i en valutaunion, inte ska deflatera den nya nominalräntan n^* med valutaunionens inflationstakt π^* , utan med den inflationstakt som speglar våra speciella konsumtionsmönster.

Prisstegringstakten för Sveriges "konsumtionskorg", som vi antar är densamma som den svenska statens konsumtionskorg, är således 1,11 procentenheter lägre än prisstegringstakten för utlandets konsumtionskorg. Det betyder att om vi går med i en valutaunion, kommer den relevanta inflationstakten för oss inte att bli lika med utlandets inflationstakt π^* , utan i stället lika med $\pi^*-\xi$. Detta betyder i sin tur att realräntevinsten för staten inte blir lika med $\varepsilon+\xi$, utan bara lika med ε , för vilken vi på basis av empiriska studier ansatte värdet 0,2 procentenheter.

2.4.3 Konkursriskpremien

Termen "konkurs" är i detta sammanhang något oegentlig eftersom stater inte går i konkurs i lagens mening. Däremot händer det att stater ibland inställer betalningarna, och detta vill långivarna kompensera sig för genom en premie som består av dels kostnaden för en betalningsinställelse multiplicerad med sannolikheten att den blir av, dels en ren riskpremie som speglar osäkerheten. Om Sverige skulle gå

²² Av rent praktiska skäl beräknar vi i dag endast ett konsumentprisindex för hela riket, men rent principiellt finns det inget som talar mot att man skulle kunna beräkna regionala (eller kanske även socioekonomiska) indices.

med i EMU avhänder vi oss möjligheten att inflatera oss ur våra eventuella framtida skuldproblem. Därmed ökar i stället risken för en betalningsinställelse. Hur stor är den ökning i riskpremien som kan knytas till detta?

Det är inte helt ovanligt att hårt skuldsatta stater åtminstone temporärt ställer in eller skjuter upp räntebetalningarna på sina lån. Sedan 1975 har sjuttio stater vid ett eller flera tillfällen genomfört sådana betalningsinställelser.²³ Det rör sig emellertid oftast om afrikanska, asiatiska och sydamerikanska stater; de europeiska stater som någon gång haft problem med betalningarna är med ett undantag (Turkiet, 1978-81) de nya eller drastiskt omstöpta statsbildningar som har uppstått ur spillrorna av det kommunistiska östeuropa.²⁴

Objektivt sett torde därför risken för en svensk betalningsinställelse vara obetydlig. Detta intryck förstärks när man konstaterar att Sverige, tvärt emot vad många kanske tror, inte är ett djupt skuldsatt land. I tabell 5 visas den offentliga sektorns nettoskuld i de OECD-länder för vilka jämförbara data existerar.²⁵ Vi ser att till och med inom denna skötsamma grupp, där inget land har haft några betalningsproblem i modern tid, har Sverige en klart bättre ställning än genomsnittet.²⁶

²³ Se Standard and Poor's (1996).

²⁴ Albanien (1991-95), Bosnien och Herzegovina (1992-95), Bulgarien (1990-94), Jugoslavien (1983-91), Kroatien (1992-95), Makedonien (1992-95), Polen (1981-94), Rumänien (1981-82, 1986), Serbien (1992-95), Slovenien (1992-95) och Sovjetunionen/Ryssland (1991-95).

²⁵ De OECD-länder som utelämnats är Irland, Grekland, Luxemburg, Mexiko, Nya Zeeland, Portugal, Schweiz, Tjeckien, Turkiet och Ungern.

²⁶ Observera att siffrorna i tabell 5 avser hela den offentliga sektorns (inklusive kommunernas) nettoskuld, medan siffrorna i avsnitt 2.1 avser statens (inklusive AP-fondens) nominella nettoskuld. De två begreppen är därför inte helt jämförbara. Vad gäller möjligheterna till räntevinster är det givetvis den del av nettoskulden som är denominerad i nominella obligationer som är relevant, medan det vad gäller konkursrisken är den totala (reala plus nominella) nettoskulden (dvs både den del som är denominerad i nominella och den del som är denominerad i reala obligationer och utländsk valuta) som är relevant.

Tabell 5: OECD-ländernas offentliga nettoskuld 1996

| Land | Offentliga sektorns nettoskuld 1996, procent av BNP |
|---------------------------------------|--|
| Norge | -28,5 |
| Finland | -3,6 |
| Japan | 15,3 |
| Australien | 29,1 |
| Sverige | 32,3 |
| Island | 34,4 |
| Frankrike | 38,2 |
| Storbritannien | 42,7 |
| Nederländerna | 44,3 |
| Danmark | 45,7 |
| Tyskland | 46,9 |
| <i>Genomsnitt för dessa 17 länder</i> | <i>47,3</i> |
| USA | 50,4 |
| Österrike | 52,5 |
| Spanien | 52,8 |
| Kanada | 70,1 |
| Italien | 110,1 |
| Belgien | 127,6 |

Källa: OECD Economic Outlook, June 1996

Man kan naturligtvis hävda att dessa länders siffror inte är fullt så jämförbara som OECD-statistiken vill göra gällande; eftersom de avser den totala offentliga sektorn måste man t ex ta hänsyn till huruvida staten har något (explicit eller implicit) betalningsansvar för kommunala borgensåtaganden, vilka inte finns med i statistiken, samt huruvida de offentliga pensionsåtagandena är knutna till avkastningen på fonderna inom socialförsäkringssektorn. Icke desto mindre ger knappast siffrorna i tabellen en bild av Sverige som ett land till vilket det finns anledning att åsätta någon nämnvärd konkursrisk.

Det mest intressanta i sammanhanget är dock inte vad en eller annan svensk utredare anser om Sveriges konkursrisk, utan vad långivarna på de finansiella marknaderna anser. Genom att studera till exempel räntan på de lån olika länder tar upp i andra valutor än sin egen (t ex i USA-dollar) kan vi rensa bort växelkursrisken och få ett grovt mått på den konkursrisk marknaden åsätter länderna. I tabell 6 har jag samlat räntenoteringar vid halvårsskiftet 1996 på lån denominerade i dollar och emitterade av ett drygt tiotal länder; urvalet länder har begränsats av att det i stort sett endast är dessa länder som emitterar dollarpapper i en sådan volym att marknaden kan karakteriseras som någorlunda likvid. Jag har valt att bara studera femåriga lån (eller, i några fall där inga femåriga lån fanns på marknaden, lån med en löptid på upp till sju-åtta

år). Härigenom får vi en bild av lånekostnaden för lån med approximativt samma duration som den svenska nettoskulden.²⁷

En ytterligare komplikation består i att de olika ländernas obligationer, även om de alla har ungefär fem års löptid, dels förfaller vid olika tidpunkter, dels har olika kupong. Härigenom kommer ränteskillnaderna mellan dem även att bero på yieldkurvans lutning. För att i möjligaste mån kontrollera för detta har jag från varje lands ränta subtraherat den ränta som samma dag noterades för en dollarobligation emitterad av US Treasury med i görligaste mån samma förfallodag och samma kupong. Den således framräknade räntedifferensen kan ses som ett grovt mått på konkursrisken, eller snarare på risken att betalningarna ska krångla och eventuellt försenas, för de olika länderna. Man bör dock observera att dessa länders obligationer, även om de är relativt likvida, inte tillnärmelsevis är lika likvida som en amerikansk statsobligation med motsvarande löptid; även de mest solventa länder kommer därför att få en viss räntedifferens gentemot USA.

²⁷ Anledningen till att många länder från tabell 5, till exempel Danmark, Frankrike, Norge och Tyskland, inte återfinns i tabell 6 är att dessa länder inte har något femårigt dollarlån på den internationella kapitalmarknaden.

Tabell 6: Några länders räntedifferens gentemot USA för 5-åriga dollardenominerade statsobligationer 1996-06-28

| Land | Räntedifferens, procentenheter | Rating hos Moody's | Rating hos Standard & Poor |
|----------------|--------------------------------|--------------------|----------------------------|
| Kanada | 0,10 | Aa2 | AA+ |
| Storbritannien | 0,10 | Aaa | AAA |
| Sverige | 0,35 | Aa3 | AA+ |
| Belgien | 0,36 | Aa1 | AA+ |
| Irland | 0,36 | Aa2 | AA |
| Finland | 0,36 | Aa2 | AA- |
| Japan | 0,41 | Aaa | AAA |
| Italien | 0,42 | Aa3 | AA |
| Portugal | 0,44 | A1 | AA- |
| Polen † | 0,79 | Baa3 | BBB- |
| Ungern | 1,30 | Ba1 | BB+ |
| Mexiko † | 3,43 | Ba2 | BB |
| Argentina † | 3,90 | B1 | BB- |

Kommentar: I några fall finns inga femåriga statspapper noterade. För Portugal och Irland har jag därför i stället tagit 7-åriga, och för Finland ett 8-årigt, papper. Storbritanniens 5-åriga obligation emitterades 1996-07-15, och noteringen i tabellen avser 1996-07-16. Noteringen för Japan avser inte japanska staten, utan den statliga (och statsgaranterade) Japan Development Bank. Ett kors (†) anger att landet i fråga haft betalningssvårigheter ("default") någon gång sedan 1975. I Moody's ratingsystem är Aaa den högsta kreditklassen; därefter kommer (i fallande ordning) Aa, A, Baa, Ba och B. Inom varje sådan klass finns en mer detaljerad indelning; inom Aa finns således (i fallande ordning) Aa1, Aa2 och Aa3.

Källa: Bloomberg Inc

Det finns inte någon positiv korrelation mellan de räntedifferenser som rapporteras i tabell 6 och de skuldsättningsgrader som rapporterades i tabell 5. Ett speciellt tydligt fall utgörs härvidlag av Belgien, som varken betalar en hög ränta på lån denominerade i den egna valutan eller på lån denominerade i USA-dollar, dvs som varken förknippas med inflationsrisk eller med konkursrisk.

Vi ser vidare att länderna kan delas in i tre grupper. För det första har vi Kanada och Storbritannien, vilkas finansmarknader av historiska och geografiska skäl kan förmodas vara väl integrerade med USAs marknad. Därefter har vi de västeuropeiska staterna, vilka innefattar ett vitt spektrum, från högt skuldsatta stater som Belgien och Italien till stater med låg eller till och med negativ statsskuld (Finland). Samtliga dessa har nästan exakt samma räntedifferens gentemot USA; den varierar mellan 0,35 (Sverige) och 0,44 (Portugal). Skillnaderna är inte större än den dagliga variationen upp eller ner i dessa räntor. Den stora likheten mellan de västeuropeiska staterna härvidlag tyder på att

marknaden inte fäster något nämnvärt avseende vid konkursmöjligheten för dessa stater, trots deras stora olikheter vad gäller statsskuldens nivå. Skillnaden i räntedifferens gentemot USA mellan dessa stater och Kanada respektive Storbritannien torde till största delen utgöras av en likviditetspremie.

Slutligen har vi en handfull högriskländer, av vilka de flesta någon gång under de senaste tjugo åren också har haft betalningssvårigheter. För dessa stater finns en tydlig konkursriskpremie, som kan uppgå till flera procentenheter.²⁸

Tabellen ovan avsåg tvärsnittsdata. En ytterligare indikation på att konkursriskpremien är obetydlig för utvecklade länder kan vi få genom att studera den svenska räntedifferensens utveckling över tiden. Detta har gjorts av Persson (1996). Det visar sig att under den allra svåraste budgetkrisen, dvs under 1993 och 1994, när den svenska statens upplåningsbehov låg på mellan 10 och 15 procent av BNP och när nettoskulden ökade från 4,7 procent av BNP (1992) till de 32,3 procent som visas i tabell 5 ovan, förblev räntedifferensen gentemot USA i stort sett konstant på omkring 0,4 – 0,5 procentenheter. Inte ens den våldsamma ökningen av den svenska statsskulden under dessa år förknippades således med någon nämnvärd ökning av konkursrisken.²⁹

2.4.4 Likviditetsriskpremien

Den räntedifferens som kunde observeras mellan svenska dollardenominerade och amerikanska dollardenominerade papper skulle kunna förklaras med att de svenska pappren trots sina växande volymer var mindre likvida än motsvarande amerikanska. Ett EMU-medlemskap skulle möjligen göra svenska papper mer likvida än eljest, eftersom de då skulle ingå i ett mångdubbelt större valutaområde. Huruvida EMU kommer att bli så integrerat med den amerikanska kapitalmarknaden att EMU-staternas papper får en lika liten räntedifferens mot USA som kanadensiska och brittiska papper (0,10 procentenheter enligt tabell 6

²⁸ Av alla de stater som haft betalningssvårigheter under de senaste tjugo åren är endast ett fåtal aktiva på den långa femårsmarknaden. Den som vill studera dessa speciella staters problem bör därför i stället beräkna räntedifferenser för kortare papper, till exempel 6-månaders eller 12-månaders statsskuldväxlar.

²⁹ Som jämförelse kan dock nämnas att räntedifferensen mellan italienska dollarpapper och amerikanska dollarpapper ökade från omkring 0,5 procentenheter till mellan 0,7 och 0,8 procentenheter under 1993-95, då den italienska nettoskulden snabbt växte till de 110,1 procent som vi såg i tabell 5 och Italiens politiska liv skakades av en rad allvarliga kriser. Se Persson (1996).

ovan) är dock svårt att säga. Det troligaste är att likviditetseffekten på svenska papper av ett EMU-medlemskap blir tämligen marginell.

2.4.5 Riskpremien: Sammanfattning

Min personliga åsikt är att såväl inflationsriskpremien som konkursriskpremien är mycket låga för Sverige och att ett EMU-medlemskap inte nämnvärt skulle ändra på detta förhållande. Om man trots detta skulle acceptera att vi har positiva värden på bägge dessa riskpremier, kan man observera att ett EMU-medlemskap får dem att röra sig i olika riktningar: växelkurspremien skulle minska medan konkurspremien skulle öka. Nettoeffekten på den totala riskpremien torde därför likafullt bli nära nog noll.³⁰

För att ge en indikation på den storleksordning siffrorna kan ha i detta sammanhang kan man dock observera, att om den totala riskpremien skulle minska med så mycket som en tiondels procentenhet, vilket förefaller tilltaget med god marginal, så motsvarar detta en real budgetförstärkning per år på 0,025 procent av BNP.

Här tillkommer dock en faktor som gör den omedelbara effekten av en sänkning av riskpremien något mindre. I fyraprocentkolumnen i tabell 2 ovan såg vi hur en förändring av nominalräntan på två procentenheter tar åtta år att helt slå igenom på den totala lånekostnaden. Detta beror på att den största delen av statsskulden löper med fast ränta; endast en åttondel omsätts varje år och berörs därigenom av den ändrade nominalräntan. På samma sätt förhåller det sig med den lägre riskpremie som eventuellt blir följderna av ett medlemskap; den största delen av statsskulden löper med fast ränta och det första året kan endast en åttondel av skulden komma i åtnjutande av den lägre premien.

Om vi således skulle acceptera ett räkneexempel där medlemskapet reducerar den totala riskpremien med 0,1 procentenheter (motsvarande 0,025 procent av BNP), kommer reduktionen av lånekostnaden det första året endast att beröra en åttondel av detta belopp, motsvarande 0,0031 procent av BNP. Nästa år, när ytterligare en åttondel av skulden omsätts, blir räntebesparingen ytterligare en åttondel, sammanlagt motsvarande 0,0062 procent av BNP, och så vidare, tills efter åtta år

³⁰ Observera dock att detta enbart gäller för statens upplåning. Det privata näringslivets upplåning skulle vid ett svenskt EMU-medlemskap komma i åtnjutande av den lägre inflationsriskpremien utan att för den skull erfara någon nämnvärd ökning av konkursriskpremien; resultatet skulle således bli en viss real minskning av lånekostnaden.

den totala reduktionen av riskpremien på 0,1 procentenheter, eller 0,025 procent av BNP, har slagit igenom.

2.4.2 Riskpremien Sammanfattning

Den första frågan är om det är möjligt att bestämma en riskpremie som är lägre än den som bestäms av den svenska staten. Detta är möjligt om man antar att den svenska staten inte är den enda aktören på den svenska finansmarknaden. Om man antar att det finns andra aktörer som kan påverka den svenska finansmarknaden, kan man tänka sig att de kan påverka den svenska finansmarknaden på ett sätt som gör att den svenska statens riskpremie inte är den enda aktörens riskpremie. Detta är möjligt om man antar att det finns andra aktörer som kan påverka den svenska finansmarknaden, kan man tänka sig att de kan påverka den svenska finansmarknaden på ett sätt som gör att den svenska statens riskpremie inte är den enda aktörens riskpremie.

För att se om man kan tänka sig att det är möjligt att bestämma en riskpremie som är lägre än den som bestäms av den svenska staten, kan man tänka sig att det finns andra aktörer som kan påverka den svenska finansmarknaden. Detta är möjligt om man antar att det finns andra aktörer som kan påverka den svenska finansmarknaden, kan man tänka sig att de kan påverka den svenska finansmarknaden på ett sätt som gör att den svenska statens riskpremie inte är den enda aktörens riskpremie.

Den andra frågan är om det är möjligt att bestämma en riskpremie som är lägre än den som bestäms av den svenska staten. Detta är möjligt om man antar att det finns andra aktörer som kan påverka den svenska finansmarknaden. Detta är möjligt om man antar att det finns andra aktörer som kan påverka den svenska finansmarknaden, kan man tänka sig att de kan påverka den svenska finansmarknaden på ett sätt som gör att den svenska statens riskpremie inte är den enda aktörens riskpremie.

Om man antar att det finns andra aktörer som kan påverka den svenska finansmarknaden, kan man tänka sig att de kan påverka den svenska finansmarknaden på ett sätt som gör att den svenska statens riskpremie inte är den enda aktörens riskpremie. Detta är möjligt om man antar att det finns andra aktörer som kan påverka den svenska finansmarknaden, kan man tänka sig att de kan påverka den svenska finansmarknaden på ett sätt som gör att den svenska statens riskpremie inte är den enda aktörens riskpremie.

Den tredje frågan är om det är möjligt att bestämma en riskpremie som är lägre än den som bestäms av den svenska staten. Detta är möjligt om man antar att det finns andra aktörer som kan påverka den svenska finansmarknaden. Detta är möjligt om man antar att det finns andra aktörer som kan påverka den svenska finansmarknaden, kan man tänka sig att de kan påverka den svenska finansmarknaden på ett sätt som gör att den svenska statens riskpremie inte är den enda aktörens riskpremie.

3 Inflationens effekter på det primära budgetsaldot

Persson, Persson & Svensson (1995, 1996) har studerat hur mycket staten tjänar på att öka inflationstakten. Den huvudsakliga inflationsvinsten härrör från det faktum att såväl skatte- som transfereringssystemet har nominalistiska inslag; en högre inflationstakt innebär de facto ett ökat skattetryck och en sänkning av transfereringarna. En sådan mekanism har ingenting med ett EMU-medlemskap *i sig* att göra, men om EMU-medlemskapet är ett sätt för Sverige att kunna hålla en lägre inflationstakt än eljest, bör den statsfinansiella mekanismen för fullständighets skull tas med i detta sammanhang.

Det visar sig att effekterna av detta blir högst betydande. Kalkylen i artiklarna av Persson, Persson & Svensson (1995, 1996) utgår från läget i mitten av 1994 och avser en ökning av inflationstakten med tio procentenheter, från två till tolv procent. De därvid erhållna siffrorna kan grovt räknat divideras med fem för att vi ska få fram inflationsvinsten för den ökning av inflationstakten som vi här är intresserade av, dvs från två till fyra procent. Siffrorna måste dock modifieras ytterligare; de tidigare kalkylerna utgick från läget i mitten av 1994, medan vi i detta sammanhang utgår från läget i mitten av 1996. En viktig real intäktskälla för staten utgörs av den ofullständiga indexering av pensionerna som beslutades 1994 och som består i att pensionärerna endast kompenseras till 60 eller 80 procent för inflationen under de närmaste åren, beroende på utvecklingen av budgetunderskottet. Genom att ta hänsyn till de senaste prognoserna för budgetunderskottet kan vi modifiera siffrorna hos Persson, Persson & Svensson (1995, 1996) vad gäller denna speciella post.

Efter dessa korrigeringar erhåller vi således en totalsiffra, i form av ett kapitalbelopp, på 131 miljarder kronor under 1996. Detta kan uttryckas som en annuitet; med en realränta på fyra procent motsvarar kapitalbeloppet ett inkomstflöde på 5,2 miljarder kronor. Betydelsen av detta är att en ökning av inflationstakten från två till fyra procent ger staten en real budgetförstärkning som visserligen varierar år från år,

men som är likvärdig med ett årligt reallt belopp på i genomsnitt 5,2 miljarder kronor, eller 0,31 procent av BNP.³¹

³¹ 5,5 mdr kronor utgör 0,31 procent av 1996 års BNP. Om vi antar att skattebaserna växer i takt med BNP är det rimligt att anta att inflationsvinsten även i framtiden kommer att vara approximativt 0,31 procent av BNP.

4 Effekter på seignoraget

Statens vinst av seignorage är lika med nominalräntan multiplicerad med den utestående mängden sedlar och mynt. Utestående sedlar och mynt uppgick vid halvårsskiftet 1996 till ca 65 miljarder kronor, eller 4 procent av BNP. Vi antar att den reala penningmängden är approximativt konstant vid våra olika inflationsalternativ, vilket inte är alltför orimligt, eftersom skillnaden mellan två och fyra procents inflation är relativt liten.

Seignoraget om vi stannar utanför EMU och håller en fyraprocentig inflation blir då $0,08 \cdot 0,04 = 0,0032$, dvs staten tjänar in 0,32 procent av BNP per år på sitt sedelutgivningsmonopol. För alternativet att vi stannar utanför EMU men håller en tvåprocentig inflation blir den årliga inkomsten av seignorage i stället $0,06 \cdot 0,04 = 0,0024$, dvs 0,24 procent av BNP. Som synes rör det sig om ganska små siffror.

Om vi i stället väljer att gå med i EMU kommer allt seignorage att tillfalla den europeiska centralbanken. Det är rimligt att förmoda att denna på något vis kommer att fördela vinsterna mellan de olika medlemsländerna. Hur en sådan fördelning kommer att gå till är ännu oklart. Det enklaste är att anta att Sverige som EMU-medlem kommer att tilldelas en lika stor summa av det europeiska seignoraget som vi skulle ha fått om vi hade stannat utanför men hållit inflationen på den europeiska nivån, dvs två procent. Sveriges seignorage som EMU-medlem blir då 0,24 procent av BNP per år.

Ett EMU-medlemskap innebär därför en minskning av seignoraget på 0,08 procent av BNP per år om alternativet är att stå utanför och ha en fyraprocentig inflation. Om alternativet till medlemskap i stället är att stå utanför och ha en tvåprocentig inflation, blir det ingen förändring av seignoraget.

5 Sammanfattning

I tabell 7 har jag sammanfattat ovanstående kalkyler för de två räkneexemplen med två respektive fyra procents inflation. Det är där enkelt för läsaren att se vilka vinster som hänför sig till medlemskapet *i sig* (tvåprocentskolumnen) och vilka som hänför sig till möjligheten att genom medlemskap få en lägre inflation (skillnaden mellan fyraprocents- och tvåprocentskolumnen).

Vid kalkylerna av trovärdighetsvinsten har jag utgått från siffrorna i tabell 4. I denna tabell fördelar sig dock vinsterna över många år. För att kunna sammanfatta dessa siffror i ett enda tal har jag beräknat det diskonterade nuvärdet, vid fyra procents realränta³², av betalningsflödena i tabell 4. Detta nuvärde har jag sedan räknat om till en annuitet. Siffran -0,03 i tabell 7 ska därför tolkas som att betalningsflödet i fyraprocentskolumnen i tabell 4 (-0,07 procent, -0,10 procent, -0,11 procent osv) i genomsnitt motsvarar en årlig budgeteffekt på -0,03 procent av BNP.

Slutligen bör påpekas att siffran för den minskade riskpremien är helt hypotetisk. Min personliga åsikt är att vinsten här blir praktiskt taget noll; siffran i tabellen bygger på det räkneexempel jag nämnde i slutet av avsnitt 2.4.5 ovan och är bara avsedd att visa storleksordningen på vinsten för en inte helt orimlig reduktion av riskpremien. Jag har härvid antagit att inflationsriskpremien i dag är 0,2 procentenheter och att denna faller medan konkursriskpremien stiger, så att den totala riskpremien reduceras med 0,1 procentenheter vid ett medlemskap. Om en åttondel av skulden omsätts varje år ger detta upphov till en realräntevinst som ökar år från år upp till de 0,025 procent av BNP som nämndes i slutet av avsnitt 2.4.5. Siffran 0,02 procent är den annuitet som svarar mot denna betalningsström.

³² Man kan diskutera huruvida diskonteringsräntan verkligen bör vara fyra procent; själva grundpoängen bakom tabell 4 är ju att staten åtminstone kortsiktigt kan påverka realräntan ex post. För enkelhets skull har jag bortsett från denna komplikation.

Tabell 7: Statsfinansiella effekter av ett EMU-medlemskap, procent av BNP

| | Alternativ till medlemskap: två procents inflation | Alternativ till medlemskap: fyra procents inflation |
|---|---|--|
| Real räntevinst p g a ökad trovärdighet | 0,02 | -0,03 |
| Vinst p g a real urgröpning av statskulden | 0,00 | -0,08 |
| Real räntevinst p g a minskad riskpremie | 0,02 | 0,02 |
| Effekter på det primära budgetsaldo | 0,00 | -0,31 |
| Effekter på seignoraget | 0,00 | -0,08 |
| Summa | 0,04 | -0,48 |

Vi ser att den reala statsfinansiella vinsten av ett EMU-medlemskap blir tämligen obetydlig. Om alternativet till medlemskap är en tvåprocentig inflation uppgår vinsten till ett belopp motsvarande 0,04 procent av BNP per år. Om alternativet till medlemskap däremot är en fyraprocentig inflation, kommer medlemskapet att innebära en årlig *belastning* av statsbudgeten med 0,48 procent av BNP. Detta förhållande är en illustration av det välkända faktum att trots att inflationen är skadlig för samhällsekonomin, så tjänar statskassan på en högre inflation.

Referenser

- Alexius, A & P Sellin (1996), "A Latent Factor Model of European Exchange Rate Risk Premia", stencil, Sveriges riksbank.
- Berg, C (1996), "Penningpolitiska strategier för den europeiska centralbanken", *Penning- och valutapolitik 2*.
- Engel, C (1995), "The Forward Discount Anomaly and the Risk Premium: A Survey of Recent Evidence", NBER Working Paper No 5312.
- Gros, D (1996), *Towards Economic and Monetary Union: Problems and Prospects*, CEPS Paper No 65, Centre for European Policy Studies, Bryssel.
- Krugman, P R & M Obstfeld (1994), *International Economics. Theory and Policy*, 3e upplagan, HarperCollins Publishers, New York.
- Persson, M (1996), "Swedish Government Debts and Deficits, 1970-1995", *Swedish Economic Policy Review 3*.
- Persson, M (1997), "Index Bonds: The Swedish Experience", i de Cecco, M, Pecchi, L & G Piga (red), *Managing Public Debt – Index Bonds in Theory and Practice*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Persson, M, Persson, T & L E O Svensson (1995), "Kan man inflatera bort budgetunderskottet?", i Calmfors, L m fl, *Ekonomisk politik. En vänbok till Assar Lindbeck*, SNS Förlag, Stockholm.
- Persson, M, Persson, T & L E O Svensson (1996), "Debt, Cash Flow, and Inflation Incentives: A Swedish Example", Seminar Paper No 613, Institutet för internationell ekonomi, Stockholms universitet.
- Rogoff, K (1996), "The Purchasing Power Parity Puzzle", *Journal of Economic Literature 34*.
- Standard and Poor's (1996), "Sovereign Defaults Decline Again In 1995", *Standard and Poor's Credit Week*, June 12.

Statens offentliga utredningar 1996

Kronologisk förteckning

1. Den nya gymnasieskolan – hur går det? U.
 2. Samverkansmönster i svensk forskningsfinansiering. U.
 3. Fritid i förändring.
Om kön och fördelning av fritidsresurser. C.
 4. Vem bestämmer vad? EU:s interna spelregler inför regeringskonferensen 1996. UD.
 5. Politikråden under lupp. Frågor om EU:s första pelare inför regeringskonferensen 1996. UD.
 6. Ett år med EU. Svenska statstjänstemäns erfarenheter av arbetet i EU. UD.
 7. Av vitalt intresse. EU:s utrikes- och säkerhetspolitik inför regeringskonferensen. UD.
 8. Batterierna – en laddad fråga. M.
 9. Om järnvägens trafikledning m.m. K.
 10. Forskning för vår vardag. C.
 11. EU-mopeden. Ålders- och behörighetskrav för två- och trehjuliga motorfordon. K.
 12. Kommuner och landsting med betalnings-svårigheter. Fi.
 13. Offentlig djurskyddstillsyn. Jo.
 14. Budgetlag – regeringens befogenheter på finansmaktens område. Fi.
 15. Union för både öst och väst. Politiska, rättsliga och ekonomiska aspekter av EU:s sjätte utvidgning. UD.
 16. Förankring och rättigheter. Om folkomröstningar, utträdesrätt, medborgarskap och mänskliga rättigheter i EU. UD.
 17. Bättre trafik med väginformatik. K.
 18. Totalförsvarspliktiga m95. Förslag om jobb/studier efter muck, bostadsbidrag, dagpenning, försäkringar. Fö.
 19. Sverige, EU och framtiden. EU 96-kommitténs bedömningar inför regeringskonferensen 1996. UD.
 20. Samordnad rollfördelning inom teknisk forskning. U.
 21. Reform och förändring. Organisation och verksamhet vid universitet och högskolor efter 1993 års universitets- och högskolereform. U.
 22. Inflytande på riktigt – Om elevers rätt till inflytande, delaktighet och ansvar. U.
 23. Kartläggning och analys av den offentliga sektorns upphandling av varor och tjänster med miljöpåverkan. N.
 24. Från Maastricht till Turin. Bakgrund och övriga EU-länders förslag och debatt inför regeringskonferensen 1996. UD.
 25. Från massmedia till multimediala – att digitalisera svensk television. Ku.
 26. Ny kurs i trafikpolitiken + Bilagor. K.
 27. En strategi för kunskapslyft och livslångt lärande. U.
 28. Det forskningspolitiska landskapet i Norden på 1990-talet. U.
 29. Forskning och Pengar. U.
 30. Borgenärsbrotten – en översyn av 11 kap. brottsbalken. Fi.
 31. Attityder och lagstiftning i samverkan + bilagedel. C.
 32. Möss och människor. Exempel på bra IT-användning bland barn och ungdomar. SB.
 33. Banverkets myndighetsroll m.m. K.
 34. Aktiv arbetsmarknadspolitik + expertbilaga. A.
 35. Kriminalunderrättsregister DNA-register. Ju.
 36. Högskola i Malmö. U.
 37. Sveriges medverkan i FN:s familjeår. S.
 38. Nationalstadsparker. M.
 39. Rapport från klimatdelegationen 1995. Klimatrelaterad forskning. M.
 40. Elektronisk dokumenthantering. Ju.
 41. Statens maritima verksamhet. Fö.
 42. Demokrati och öppenhet. Om folkvalda parlament och offentlighet i EU. UD.
 43. Jämställdheten i EU. Spelregler och verklighetsbilder. UD.
 44. Översyn av skatteflyktlagen. Reformerat förhandsbesked. Fi.
 45. Presumtionsregeln i expropriationslagen. Ju.
 46. Enskilda vägar. K.
 47. Cirkelsamhället. Studiecirkelns betydelser för individ och lokalsamhälle. U.
 48. Shaping Sustainable Homes in an Urbanizing World. Swedish National Report for Habitat II. N.
 49. Regler för handel med el. N.
 50. Förbud mot vapen på allmän plats m.m. Ju.
 51. Grundläggande drag i en ny arbetslöshetsförsäkring – alternativ och förslag. A.
 52. Precisering av handelsändamålet i detaljplan. M.
 53. Kalkning av sjöar och vattendrag. M.
 54. Kooperativa möjligheter i storstadsområden. S.
 55. Sverige, framtiden och mångfalden. A.
 55. På väg mot egenföretagande. A.
 55. Vägar in i Sverige. A.
 56. Hälften vore nog – om kvinnor och män på 90-talets arbetsmarknad. A.
 57. Pensionssamordning för svenskar i EU-tjänst. Fi.
 58. Finansieringen av det civila försvaret. Fö.
-

Kronologisk förteckning

59. Europapolitikens kunskapsgrund.
En principdiskussion utifrån
EU 96-kommitténs erfarenheter. UD.
 60. Miljö och jordbruk. Om EU:s miljöregler och
utvidgningens effekter på den gemensamma
jordbrukspolitiken. UD.
 61. Olika länder – olika takt. Om flexibel integration
och förhållandet mellan stora och små stater i EU.
UD.
 62. EU, konsumenterna och maten
– Förväntningar och verklighet. Jo.
 63. Medicinska undersökningar i arbetslivet. A.
 64. Försäkringskassan Sverige – Översyn av
socialförsäkringens administration. S.
 65. Administrationen av EU:s jordbrukspolitik
i Sverige. Jo.
 66. Utvärderat personal. Ju.
 67. Medborgerlig insyn i kommunala entreprenader.
Fi.
 68. Några folkbokföringsfrågor. Fi.
 69. Kompetens och kapital + bilaga. N.
 70. Samverkan mellan högskolan och näringslivet. N.
 71. Lokal demokrati och delaktighet i Sveriges städer
och landsbygd. In.
 72. Rättspsykiatriskt forskningsregister. S.
 73. Svensk kärnteknisk tillsynsverksamhet.
Volym 1 – En granskning. M.
 73. Swedish Nuclear Regulatory Activities.
Volume 1 – An Assessment. M.
 74. Svensk kärnteknisk tillsynsverksamhet.
Volym 2 – Faktaredogörelser. M.
 74. Swedish Nuclear Regulatory Activities.
Volume 2 – Descriptions. M.
 75. Värden i folkhögskolevärlden. U.
 76. EU:s regeringskonferens – procedurer, aktörer,
formalia. Sammanfattning av ett seminarium i
april 1996. UD.
 77. Utländska försäkringsgivare med verksamhet i
Sverige. Fi.
 78. Elberedskapen. Organisation, ansvarsfördelning
och finansiering. N.
 79. Översyn av revisionsreglerna. Fi.
 80. Viktigt meddelande.
Radio och TV i Kris och Krig. Ku.
 81. Skydd för sparande i sparkasseverksamhet. Fi.
 82. En översyn av luft- sjö- och spårtrafikens
tillsynsmyndigheter. K.
 83. Allmänt pensionssparande. S.
 84. Ekobrottsforskning. Ju.
 85. Egon Jönsson – en kartläggning av lokala sam-
verkansprojekt inom rehabiliteringsområdet. S.
 86. Utvecklad samordning inom det civila försvaret
och fredsräddningstjänsten. Kartläggning,
överväganden och förslag. Fö.
 87. Tredimensionell fastighetsindelning. Ju.
 88. Kameraövervakning. Ju.
 89. Samverkan mellan högskolan och de små och
medelstora företagen. N.
 90. Sammanhållet studiestöd. U.
 91. Den privata vårdens omfattning och framtida
ersättningsformer – En översyn av de nationella
taxorna för läkare och sjukgymnaster. S.
 92. IT i miljöarbetet. M.
 93. Ny yrkestrafiklagstiftning. K.
 94. Nationell teledresskatalog. K.
 95. Botniabanan. K.
 96. Strukturförändring och besparing.
En uppföljning av genomförda förändringar
inom försvarsmaktens ledningsorganisation. Fö.
 97. Effektivare försvarsfastigheter!
Utvärdering av en reform. Fö.
 98. Vem styr försvaret? Utvärdering av
effekterna av LEMO-reformen. Fö.
 99. Avveckling med inläring. Erfarenheter från
LEMO-reformens avveckling av personal. Fö.
 100. Ett nytt system för skattebetalningar. Del A.
Ett nytt system för skattebetalningar. Del B.
Författningsförslag, författningskommentarer
och bilagor. Fi.
 101. Kärnavfall – teknik och platsval. KASAMs
yttrande över SKBs FUD-Program 95. M.
 102. TUFF – Teckenspråksutbildning för föräldrar. U.
 103. Miljöbalken. En skärpt och samordnad
miljölagstiftning för en hållbar utveckling.
Del 1 och 2. M.
 104. Konsumentskydd på elmarknaden. C.
 105. Att främja donationer till universitet
och högskolor. U.
 106. EU och Sverige – från Kiruna till Malmö.
Sammanfattning av fyra regionala möten
1995-96. UD.
 107. Union utan gränser – konsekvenser, möjligheter,
problem. Sammanfattning av ett seminarium i
november 1995. UD.
 108. Konsumenterna och miljön. C.
 109. Från åkerlotter till Paradis – ett delbetänkande
från Utredningen om universitetsfastigheter m.m.
angående överlåtelse och tomträtsupplåtelse av
vissa högskolefastigheter. Fi.
 110. Inför ett Svenskt kulturnät – IT och framtiden
inom kulturområdet. Ku.
-

Statens offentliga utredningar 1996

Kronologisk förteckning

111. Bevakad övergång. Åldersgränser för unga upp till 30 år. C
 112. Integrering av miljöhänsyn inom den statliga förvaltningen. M.
 113. En allmän och aktiv försäkring vid sjukdom och rehabilitering. Del 1 och 2. S.
 114. En körkortsreform. K.
 115. Barnkonventionen och utlänningslagen. S.
 116. Artikel 6 i Europakonventionen och skatteutredningen. Fi.
 117. Expertrapporter från Skatteväxlingskommittén. Fi.
 118. Station Stockholm Nord. K.
 119. Lättnad i dubbelbeskattningen av mindre företags inkomster. Fi.
 120. Högskolan i Malmö – Slutbetänkande. U.
 121. Spår, miljö och stadsbild i centrala Stockholm. K.
 122. Kunskapssyn och samhällsnytta i hantverkscirklar och hantverksutövande. U.
 123. Iakttagelser och förslag efter omstruktureringen av försvarets ledning och stöd. Fö.
 124. Miljö för en hållbar hälsoutveckling. Betänkande. Förslag till nationellt handlingsprogram. S. Bilaga 1. Miljörelaterade hälsorisker. S. Bilaga 2. Aktörer och verktyg i miljöhälsoarbetet. S. Environment for Sustainable Health Development – an Action Plan for Sweden. S.
 125. Droger i trafiken. Ju.
 126. Doping i folkhälsoperspektiv. Del A och Del B. S.
 127. Folkbildningens institutioner. U.
 128. Skyddet av kulturmiljön. En översyn av kulturminneslagens bestämmelser om byggnader och kulturmiljöer, prästgårdar, kyrkstäder och ortnamn. Ku.
 129. Den kommunala självstyrelsen och grundlagen. In.
 130. De två kulturerna. Rapporter av Klaus Richard Böhme, Bo Huldt, Carl-Einar Stålvant samt Kent Zetterberg. Bilagor med underlagsmaterial till UTFÖR:s slutbetänkande SOU 1996:123. Fö.
 131. Extern värdering av hot och förmåga. Bilagor med underlagsmaterial till UTFÖR:s slutbetänkande SOU 1996:123. Fö.
 132. Det stora och snabba greppet. Om LEMO-reformens metoder och resultat. Bilagor med underlagsmaterial till UTFÖR:s slutbetänkande SOU 1996:123. Fö.
 133. Jämställd vård. Olika vård på lika villkor. S.
 134. Jämställd vård. Möten i vården ur ett tvärvetenskapligt perspektiv. S.
 135. Fibromyalgi och Duchennes muskeldystrofi. Kunskapsläge och behov av framtida FoU. S.
 136. Effekter av EU:s jordbrukspolitik. Jo.
 137. Kommunalförbund och gemensam nämnd – två former för kommunal samverkan. In.
 138. Ny behörighetsreglering på hälso- och sjukvårdens område m.m. S.
 139. Skatt på avfall. Fi.
 140. KO:s biträde åt enskilda. In.
 141. Vårdavgifter vid rättspsykiatrisk vård, m.m. S.
 142. Länsstyrelsernas roll i infrastrukturplaneringen. K.
 143. Krock eller möte – Om den mångkulturella skolan. U.
 144. Ökad konkurrens i handeln med livsmedel. N.
 145. Arbetstid längd, förläggning och inflytande + bilagedel. A.
 146. Att återerövra vardagen. S.
 147. Övergångsbestämmelser till miljöbalken. M.
 148. Översyn av förvärvslagen och hyreslagen Borgen och pant. Ju.
 149. Elberedskapen. Författningsfrågor. N.
 150. En allmän och sammanhållen arbetslöshetsförsäkring. A.
 151. Bidrag genom arbete – En antologi. S.
 152. Gruvorna och framtiden. N.
 153. Hållbar utveckling i Sveriges skärgårdsområden. M.
 154. Tre rapporter om studiecirklar. U.
 155. Omtankar om vattendrag ett nytt angreppssätt. M.
 156. Bostadspolitik 2000 – från produktions- till boendepolitik + Särtryck + Bilaga. In.
 157. Översyn av redovisningslagstiftningen. Ju.
 158. Sverige och EMU + Bilagor. Fi.
 159. Folkbildningen – en utvärdering. U.
 160. Bouppteckningar och arvsskatt. Ju.
 161. Rätt att flytta – en fråga om bemötande av äldre. S.
 162. På medborgarnas villkor – en demokratisk infrastruktur + bilaga. In.
 163. Behov och resurser i vården – en analys. S.
 164. Livslångt lärande i arbetslivet – steg på vägen mot ett kunskapsamhälle. Ett diskussionsunderlag. U.
 165. Ny kurs i trafikpolitiken. Delbetänkande om beskattning av vägtrafiken. K.
 166. Lärare för högskola i utveckling. U.
 167. Gymnasieutbildning för vissa ungdomar med funktionshinder. U.
 168. Översyn av PBL och va-lagen. In.
 169. Förnyelsen av kommuner och landsting. In.
 169. Kommunala förnyelseproblem. En statsvetenskaplig betraktelse. Bilaga I. In.
 169. Kommunerna och den statliga styrningen. Bilaga II. In.
-

Statens offentliga utredningar 1996

Systematisk förteckning

Allmänt pensionssparande. [83]
Egon Jönsson – en kartläggning av lokala samverkansprojekt inom rehabiliteringsområdet. [85]
Den privata vårdens omfattning och framtida ersättningsformer – En översyn av de nationella taxorna för läkare och sjukgymnaster. [91]
En allmän och aktiv försäkring vid sjukdom och rehabilitering. Del 1 och 2. [113]
Barnkonventionen och utlänningslagen. [115]
Miljö för en hållbar hälsoutveckling.
Betänkande. Förslag till nationellt handlingsprogram. [124]
Bilaga 1. Miljörelaterade hälsorisker. [124]
Bilaga 2. Aktörer och verktyg i miljöhälsoarbetet. [124]
Environment for Sustainable Health Development – an Action Plan for Sweden. [124]
Doping i folkhälsoperspektiv. Del A och Del B. [126]
Jämställd vård. Olika vård på lika villkor. [133]
Jämställd vård. Möten i vården ur ett tvärvetenskapligt perspektiv. [134]
Fibromyalgi och Duchennes muskeldystrofi.
Kunskapsläge och behov av framtida FoU. [135]
Ny behörighetsreglering på hälso- och sjukvårdens område m.m. [138]
Vårdavgifter vid rättspsykiatrisk vård, m.m. [141]
Att återerövra vardagen. [146]
Bidrag genom arbete – En antologi. [151]
Rätt att flytta – en fråga om bemötande av äldre. [161]
Behov och resurser i vården – en analys. [163]
Handikappinstitutet – för bra hjälpmedel och ökad livskvalitet. [174]
Styrning och samverkan. [175]
Egenmakt – att återerövra vardagen. [177]

Kommunikationsdepartementet

Om järnvägens trafikledning m.m. [9]
EU-mopeden. Ålders- och behörighetskrav för två- och trehjuliga motorfordon. [11]
Bättre trafik med väginformatik. [17]
Ny kurs i trafikpolitiken + Bilagor. [26]
Banverkets myndighetsroll m.m. [33]
Enskilda vägar. [46]
En översyn av luft- sjö- och spårtrafikens tillsynsmyndigheter. [82]
Ny yrkestrafiklagstiftning. [93]
Nationell teledresskatalog. [94]
Botniabanan. [95]
En körkortsreform [114]
Station Stockholm Nord. [118]
Spår, miljö och stadsbild i centrala Stockholm. [121]
Länsstyrelsernas roll i infrastrukturplaneringen. [142]
Ny kurs i trafikpolitiken. Delbetänkande om beskattning av vägtrafiken. [165]

Fritidsbåten och samhället. [170]
IT och Miljö. En samling goda exempel. [178]

Finansdepartementet

Kommuner och landsting med betalnings-svårigheter. [12]
Budgetlag – regeringens befogenheter på finansmaktens område. [14]
Borgenärsbrotten – en översyn av 11 kap. brottsbalken. [30]
Översyn av skatteflyktlagen.
Reformerat förhandsbesked. [44]
Pensionssamordning för svenskar i EU-tjänst. [57]
Medborgerlig insyn i kommunala entreprenader. [67]
Några folkbokföringsfrågor. [68]
Utländska försäkringsgivare med verksamhet i Sverige. [77]
Översyn av revisionsreglerna. [79]
Skydd för sparande i sparkasseverksamhet. [81]
Ett nytt system för skattebetalningar. Del A.
Ett nytt system för skattebetalningar. Del B.
Författningsförslag, författningskommentarer och bilagor. [100]
Från åkerlotter till Paradis – ett delbetänkande från Utredningen om universitetsfastigheter m.m. angående överlåtelse och tomträttsupplåtelse av vissa högskolefastigheter. [109]
Artikel 6 i Europakonventionen och skatteutredningen. [116]
Expertrapporter från Skatteväxlingskommittén. [117]
Lättnad i dubbelbeskattningen av mindre företags inkomster. [119]
Skatt på avfall. [139]
Sverige och EMU + Bilagor. [158]
När makten gör fel. Den offentliga tjänstemannens ställning och ansvar. [173]
Bättre grepp om bidragen. Ett samlat system för transfereringar till hushåll. [180]

Utbildningsdepartementet

Den nya gymnasieskolan – hur går det? [1]
Samverkansmönster i svensk forskningsfinansiering. [2]
Samordnad rollfördelning inom teknisk forskning. [20]
Reform och förändring. Organisation och verksamhet vid universitet och högskolor efter 1993 års universitets- och högskolereform. [21]
Inflytande på riktigt – Om elevers rätt till inflytande, delaktighet och ansvar. [22]
En strategi för kunskapslyft och livslångt lärande. [27]

Statens offentliga utredningar 1996

Systematisk förteckning

Det forskningspolitiska landskapet i Norden på 1990-talet. [28]
Forskning och Pengar. [29]
Högskola i Malmö. [36]
Cirkelsamhället. Studiecirkelns betydelser för individ och lokalsamhälle. [47]
Värden i folkhögskolevärlden. [75]
Sammanhållet studiestöd. [90]
TUFF - Teckenspråksutbildning för föräldrar. [102]
Att främja donationer till universitet och högskolor. [105]
Högskolan i Malmö - Slutbetänkande. [120]
Kunskapssyn och samhällsnytta i hantverkscirklar och hantverksutövande. [122]
Folkbildningens institutioner. [127]
Krock eller möte - Om den mångkulturella skolan. [143]
Tre rapporter om studiecirklar. [154]
Folkbildningen - en utvärdering. [159]
Livslångt lärande i arbetslivet - steg på vägen mot ett kunskapssamhälle. Ett diskussionsunderlag. [164]
Lärare för högskola i utveckling. [166]
Gymnasieutbildning för vissa ungdomar med funktionshinder. [167]

Jordbruksdepartementet

Offentlig djurskyddstillsyn. [13]
EU, konsumenterna och maten - Förväntningar och verklighet. [62]
Administrationn av EU:s jordbrukspolitik i Sverige. [65]
Effekter av EU:s jordbrukspolitik. [136]
Konsekvenserna för CAP av WTO-åtagandena och en östutvidgning. [171]

Arbetsmarknadsdepartementet

Aktiv arbetsmarknadspolitik + expertbilaga. [34]
Grundläggande drag i en ny arbetslöshetsförsäkring - alternativ och förslag. [51]
Sverige, framtiden och mångfalden. [55]
På väg mot egenföretagande. [55]
Vägar in i Sverige. [55]
Hälften vore nog - om kvinnor och män på 90-talets arbetsmarknad. [56]
Medicinska undersökningar i arbetslivet. [63]
Arbetstid
längd, förläggning och inflytande + bilagedel. [145]
En allmän och sammanhållen arbetslöshetsförsäkring. [150]

Kulturdepartementet

Från massmedia till multimedia - att digitalisera svensk television. [25]
Viktigt meddelande.
Radio och TV i Kris och Krig. [80]
Inför ett Svenskt kulturnät - IT och framtiden inom kulturområdet. [110]
Skyddet av kulturmiljön. En översyn av kulturminneslagens bestämmelser om byggnader och kulturmiljöer, prästgårdar, kyrkstäder och ortnamn. [128]
Den lokala radion. [176]

Näringsdepartementet

Kartläggning och analys av den offentliga sektorns upphandling av varor och tjänster med miljöpåverkan. [23]
Shaping Sustainable Homes in an Urbanizing World. Swedish National Report for Habitat II. [48]
Regler för handel med el. [49]
Kompetens och kapital + bilaga. [69]
Samverkan mellan högskolan och näringslivet. [70]
Elberedskapen. Organisation, ansvarsfördelning och finansiering. [78]
Samverkan mellan högskolan och de små och medelstora företagen. [89]

Närings- och handelsdepartementet

Ökad konkurrens i handeln med livsmedel. [144]
Elberedskapen. Författningsfrågor. [149]
Gruvorna och framtiden. [152]

Civildepartementet

Fritid i förändring.
Om kön och fördelning av fritidsresurser. [3]
Forskning för vår vardag. [10]
Attityder och lagstiftning i samverkan + bilagedel. [31]
Konsumentskydd på elmarknaden. [104]
Konsumenterna och miljön. [108]
Bevakad övergång. Åldersgränser för unga upp till 30 år. [111]

Inrikesdepartementet

Lokal demokrati och delaktighet i Sveriges städer och landsbygd. [71]
Den kommunala självstyrelsen och grundlagen. [129]
Kommunalförbund och gemensam nämnd - två former för kommunal samverkan. [137]
KO:s biträde åt enskilda. [140]

Systematisk förteckning

- Bostadspolitik 2000 – från produktions- till boendepolitik + Särtryck + Bilaga [156]
På medborgarnas villkor – en demokratisk infrastruktur + bilagor. [162]
Översyn av PBL och va-lagen. [168]
Förnyelsen av kommuner och landsting. [169]
Kommunala förnyelseproblem.
En statsvetenskaplig betraktelse. Bilaga I. [169]
Kommunerna och den statliga styrningen. Bilaga II. [169]
Budgetpolitik. En studie av behovsbudgetering i två decentraliserade organisationer. Bilaga III. [169]
Konkurrensutsättning inom äldreomsorgen i Stockholms stad. Politisk-demokratiska aspekter. Bilaga IV. [169]
Förändringsmodeller och förändringsprocesser i kommuner och landsting. Några empiriska studier. Bilaga V. [169]
Statens uppgiftsinsamling från kommuner och landsting. [179]

Miljödepartementet

- Batterierna – en laddad fråga. [8]
Nationalstadsparker. [38]
Rapport från klimatdelegationen 1995.
Klimatrelaterad forskning. [39]
Precisering av handelsändamålet i detaljplan. [52]
Kalkning av sjöar och vattendrag [53]
Svensk kärnteknisk tillsynsverksamhet.
Volym 1 – En granskning. [73]
Swedish Nuclear Regulatory Activities.
Volume 1 – An Assessment. [73]
Svensk kärnteknisk tillsynsverksamhet.
Volym 2 – Faktaredogörelser. [74]
Swedish Nuclear Regulatory Activities.
Volume 2 – Descriptions. [74]
IT i miljöarbetet. [92]
Kärnavfall – teknik och platsval. KASAMs yttrande över SKBs FUD-Program 95. [101]
Miljöbalken. En skärpt och samordnad miljölagstiftning för en hållbar utveckling. Del 1 och 2. [103]
Integrering av miljöhänsyn inom den statliga förvaltningen. [112]
Övergångsbestämmelser till miljöbalken. [147]
Hållbar utveckling i Sveriges skärgårdsområden. [153]
Omtankar om vattendrag ett nytt angreppssätt. [155]

FRITZES

POSTADRESS: 106 47 STOCKHOLM
FAX 08-690 9191, TELEFON 08-690 9190

ISBN 91-38-20450-9
ISSN 0375-250X