



LUND UNIVERSITY

Makropolitik i kris

En vänskrift till Lars Jonung med anledning av hans 70-årsdag

Jonung, Lars

2016

Document Version:

Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

Jonung, L. (Ed.) (2016). *Makropolitik i kris: En vänskrift till Lars Jonung med anledning av hans 70-årsdag*. (Knut Wicksell policy paper; No. 2016:1). Knut Wicksell Centre for Financial Studies, Lund University.

Total number of authors:

1

General rights

Unless other specific re-use rights are stated the following general rights apply:

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Read more about Creative commons licenses: <https://creativecommons.org/licenses/>

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

LUND UNIVERSITY

PO Box 117
221 00 Lund
+46 46-222 00 00



Makropolitik i kris

En vänskrift till Lars Jonung med anledning av hans 70-årsdag

KNUT WICKSELLS CENTRUM FÖR FINANSVETENSKAP | LUNDS UNIVERSITET



Makropolitik i kris

Makropolitik i kris

En vänskrift till Lars Jonung med anledning av hans 70-årsdag
Det 34:e Arne Ryde-symposiet 4-5 oktober 2014

Macroeconomic Policy in Crisis

A conference held in honor of Lars Jonung
The 34th Arne Ryde conference 4-5 October 2014



LUNDS
UNIVERSITET

Knut Wicksells centrum för finansvetenskap
Ekonomihögskolan
Lunds universitet
2016

Utgivare
Knut Wicksells centrum för finansvetenskap
Ekonomihögskolan
Lunds universitet
221 00 Lund

© Respektive författare 2016

ISBN 978-91-7267-389-2

Tryck: Media-Tryck, Lund 2016



Går kriser att undvika i framtiden? Att döma av det historiska mönstret är svaret nej. Svensk ekonomi har hamnat i en rad krisartade situationer under 1900-talet. Inget tyder på någon typ av trendbrott med innebörden att vi skulle kunna möta en framtid utan stora negativa impulser. Krisen kommer; vi vet dock inte när.

Citat från Lars Jonung "Efterskrift. 1990-talets ekonomiska kris i historisk belysning", s 254 i Erik Lundberg *Ekonomiska kriser förr och nu*, SNS, 1994.

Contents

1 Social Capital and Crises with an Application to Iceland.....	1
<i>Thorvaldur Gylfason</i>	
2 En önskelista för det stabiliseringspolitiska regelverket	21
<i>Hans Tson Söderström</i>	
3 Ekonomisk-politiska institutioner och fördelningspolitiska konflikter	37
<i>Johannes Lindvall</i>	
4 Finansinspektionen - en god institution?.....	45
<i>Anne-Marie Pålsson</i>	
5 Vad är fel med penningpolitiken i Sverige?.....	65
<i>Bengt Assarsson och Mikael Bask</i>	
6 Penningpolitikens begränsningar	83
<i>Jesper Hansson</i>	
7 Monetary policy after the crisis	99
<i>Stefan Gerlach</i>	
8 Kompromissande ekonomer i debatt och rådgivning.....	115
<i>Clas Wihlborg</i>	
9 Measurement and Effectiveness of National Fiscal Rules and Governance in the European Union	
<i>U. Michael Bergman, Michael M. Hutchison and Svend E. Hougaard Jensen</i>	
10 Carl Adolph Agardh och ekonomiska kriser	145
<i>Eskil Wadensjö</i>	
11 Monetary muddles.....	163
<i>Axel Leijonhufvud</i>	

12 Crisis management and the interplay between monetary authorities in Norway over two centuries.....	177
<i>Øyvind Eitrheim and Lars Fredrik Øksendal</i>	
13 Norges oljefond	197
<i>Arne Jon Isachsen</i>	
14 Har makropolitiker någon nytta av makroteori?	217
<i>John Hassler</i>	
15 Mitt liv i kris. Vad har jag lärt mig om ekonomisk politik under de senaste 50 åren?	225
<i>Lars Jonung</i>	
Tack	243
Deltagare	245
Curriculum vitae.....	247
Skriftförteckning.....	249
Tidningsartiklar	270
Bilder	277

Sammanfattning

Den globala finanskris som bröt ut 2008 har utlöst en livlig och långvarig debatt om mål, medel och regelverk för penning- och finanspolitiken. Gamla insikter och sanningar har ifrågasatts. Här finns femton bidrag vilka belyser aspekter på denna diskussion. De presenterades ursprungligen vid ett symposium i Lund *Makropolitik i kris*, arrangerat av Arne Rydes Stiftelse. I artiklarna ställs frågor som: Vad kan vi lära oss om kriser från den ekonomiska historien? Vem bör ansvara för finansiell stabilitet? Vilka regler bör styra penning- och finanspolitiken? Hur kan framtida kriser motverkas? Konferensen hölls för att uppmärksamma professor Lars Jonung vid hans 70-årsdag. Han har deltagit flitigt i forskningen och debatten om den ekonomiska politiken i Sverige. Dessutom var han verksam som rådgivare i Rosenbad till dåvarande statsminister Carl Bildt 1992-94, som forskningsrådgivare vid EU-kommissionen i Bryssel 2000-10 och som ordförande för Finanspolitiska rådet 2012-13. Boken avslutas med en sammanfattning av hans lärdomar som nationalekonomisk forskare ”i kris”. Hans slutsats är: ”Krisen kommer – vi vet bara inte när, var eller hur.”

Abstract

The global financial crisis that erupted in 2008 has triggered a lively debate regarding macroeconomic policies and financial regulations. This volume contains 15 contributions presented at a conference on ”Macroeconomic policy in crisis” held at the Department of Economics at Lund University in October 2014. Most of them deal with the challenges facing the framing of fiscal and monetary policies after the global financial crisis with a focus on the Swedish record. The conference was held to honor Professor Lars Jonung on the occasion of his 70th birthday. He has been active in macroeconomic policy debate in Sweden since the 1970s. He has served as researcher and professor at Lund University and at the Stockholm School of Economics as well as policy advisor in various capacities. He was chief economic advisor to Prime Minister Carl Bildt 1992-94, research advisor at DG ECFIN, the European Commission in Brussels 2000-10 and chairman of the Fiscal Policy Council of Sweden 2012-13. The volume ends with an account of his lessons learned from economic policy making. The contributions are in English, Norwegian and Swedish.

Arne Rydes Stiftelse i samarbete med
Nationalekonomiska institutionen vid Lunds universitet

34:e Arne Ryde Symposiet

Makropolitik i kris

3 – 4 oktober 2014, Ekonomihögskolan i Lund

Inledningstalare

Professor Thorvaldur Gylfason

Islands universitet

”Sociala aspekter av ekonomiska kriser”

Den globala finanskrisen har gjort att mål, medel och regelverk för ekonomisk makropolitik satts under debatt. Symposiet avser att ge en allsidig belysning av den pågående omprövningen.

Hur bör makropolitikens olika områden samordnas?
Vem ska bära ansvaret för finansiell stabilitet?
Vad kan vi lära oss av tidigare kriser och hur kan framtida motverkas?

Plats:
HC Ekonomacentrum
Tycho Brahes väg 1, Lund
Byggnad EC3, Rum 211

Ytterligare information finns på:
<https://sites.google.com/site/arnerydefoundation>

Organisatörer:

Michael Bergman, Köpenhamns universitet
Klas Fregert, Lunds universitet



Finn the Giant
who according to legend
built Lund Cathedral 1123

Ur inbjudan till

Det 34:de Arne Ryde Symposiet: Makropolitik i kris

Ekonomihögskolan i Lund, fredag-lördag 3-4 oktober 2014

Efter den globala finanskrisen har mål, medel och regelverk för makropolitiken satts under debatt. I Sverige är finanspolitikens överskottsmål ifrågasatt samtidigt som oklarheter uppstått kring riksdagens finanspolitiska beslutsregler. Tvivel om Riksbankens förmåga och mandat att samtidigt uppnå låg inflation och finansiell stabilitet är omfattande. Regelverket kring ansvaret för den finansiella stabiliteten är i stöpsleven. Krisen har satt hela europrojektet i gungning. ECB har fått en roll som köpare av statsobligationer och som övervakare av bankväsendet. Ett nytt regelverk för finansiell stabilitet och övervakning av finanspolitiken inom EU är under uppbyggnad. Oberoende finanspolitiska råd håller på att etableras inom euroområdet.

Vi bjuder in till ett symposium i Lund för att ge en allsidig belysning av omprövningen av makropolitiken. Syftet med symposiet är att söka svar på frågor som aktualiserats av den globala finanskrisen. Vilka är de nya lärdomarna rörande målen, medlen och regelverken för makropolitiken? Hur bör makropolitikens olika områden samordnas? Vem bör bära ansvaret för finansiell stabilitet? Vad kan vi lära oss från tidigare krisepisoder? Hur bör framtida kriser motverkas?

Ett mer personligt motiv till konferensen är att vi vill passa på att uppmärksamma professor Lars Jonung som fyller 70 år i september 2014. Lars har deltagit i debatten och forskningen kring stabiliseringspolitiken sedan 1970-talet. Han medverkade i SNS-gruppen som i mitten på 1980-talet lanserade normpolitiken. Som rådgivare till dåvarande statsminister Carl Bildt kunde han i början på 1990-talet studera makropolitiken från insidan. Detta resulterade bl a i skriften *Med backspeglarna som kompass*. Under eurons första tio år var han på plats i EU-kommissionen och såg eurokrisen växa fram. Under åren 2012-2013 var han ordförande i Finanspolitiska Rådet. Ett centralt tema i hans arbeten är hur kriser har påverkat det ekonomisk-politiska tänkandet.

Vi skulle uppskatta om Du kunde delta i vårt symposium i början av oktober i Lund och medverka till att sprida ljus över den period vi lever i när makropolitiken än en gång står under debatt. Symposiespråket är svenska.

Vi hoppas Du har möjlighet att presentera ett bidrag på svenska med koppling till de frågor som symposiet kommer att behandla. Du har stor frihet att formulera ämnet för Ditt bidrag.

Vi har glädjen att meddela att professor Thorvaldur Gylfason kommer att ge en *keynote* presentation.

Michael Bergman, Köpenhamns universitet

Klas Fregert, Lunds universitet

Program för det 34:e Arne Ryde symposiet:

Makropolitik i kris

Fredag 3 oktober

Plats: Ekonomisentrum 3 (EC3), sal 211

Samling, registrering och kaffe: 10.15-11.00

Välkomsthälsning 11.00-11.05: Klas Fregert och Anders Borglin

Inledningsanförande 11.05-11.30

Thorvaldur Gylfason: "Social Aspects of Economic Crises"

Session 1: Finanspolitik Sverige 11.30-12.45. Ordförande Klas Fregert

Hans Tson Söderström: "En önskelista för det stabiliseringspolitiska regelverket"

Johannes Lindvall: "Fördelningspolitiska konflikter, finanspolitiska institutioner och demokratisk legitimitet"

Anne-Marie Pålsson: "Finanskrisens första offer är rättssäkerheten!"

Lunch Ideon gästmatsal: 12.45-14.00

Session 2: Penningpolitiken i Sverige. 14.00-15.00. Ordförande Niels Thygesen

Bengt Assarsson och Mikael Bask: "Vad är fel med penningpolitiken i Sverige?"

Jesper Hansson: "Penningpolitikens begränsningar"

Kaffe 15.00-15.30

Session 3: Internationella utblickar I: 15.30-17.00. Ordförande Nils Lundgren

Stefan Gerlach: "Penningpolitik under och efter krisen"

Clas Wihlborg: "Utbud och efterfrågan på ekonomers expertis i debatten"

Session 4: Internationella utblickar II: 17.15-17.45. Ordförande Michael Bergman

Michael Hutchison: "Fiskala regler i Europa: en utväg ur krisen?"

Bussavgång från Elite Ideon Gateway till Hypoteket: 18.50

Middag Hypoteket (Kyrkogatan 13): 19.00

Eskil Wadensjö: "Agardh och krisen"

Lördag 4 oktober

Plats: Ekonomisentrum 1, Crafoordsalen

Session 5: Internationella utblickar III: 9.00- 10.30. Ordförande Ingemar Hansson

Axel Leijonhufvud: "Monetary muddles"

Fredrik NG Andersson: "A Blessing in Disguise? Bankkriser, institutionell reform och återhämtning"

Hans-Michael Trautwein: "Tyska ekonomiska modeller, transnationalisering och europeiska obalanser"

Kaffe 10.30-11.00

Session 6: Nordiska utblickar: 11.00-11.40. Ordförande Klas Fregert

Øyvind Eitrheim och Lars Fredrik Øksendal: "Gjensyn med 1899 og Christianiakrakket. Kriseshåndtering og samarbeid mellom pengepolitiske myndigheter i Norge gjennom to hundre år"

Arne Jon Isachsen: "Noen betraktninger om det norske Oljefondet"

Session 7. Politisk ekonomi: 11.40-12.40. Ordförande Michael Bergman

John Hassler: "Har makropolitiker någon nytta av makroteori?"

Lars Jonung: "Mitt liv i kris. Vad jag lärt mig om ekonomisk politik de senaste 50 åren"

Avslutning 12.40: Michael Bergman

Lunch

Denna volym omfattar de uppsatser, några rejält omarbetade, som presenterades på symposiet utom bidragen av Fredrik NG Andersson och Hans-Michael Trautwein. Dessa har publicerats i annat sammanhang. Titlarna har i vissa fall ändrats.

En tidigare version finns publicerad som policy paper 2016:1 vid Knut Wicksells centrum för finansvetenskap. Jämfört med denna volym har ett tillägg gjorts genom att Lars Jonungs tidningsartiklar har tagits med. Se

<http://www.lusem.lu.se/media/kwc/policy-papers/kwc-policypapers-2016-1.pdf>

1 Social Capital and Crises with an Application to Iceland



Thorvaldur Gylfason

Thorvaldur Gylfason, professor i nationalekonomi vid Islands universitet och associerad forskare vid CESifo (Center for Economic Studies) vid München universitet var länge associerad forskare vid Institutet för internationell ekonomi (IIES) vid Stockholms universitet. Han har också arbetat vid Internationella valutafonden i Washington, undervisat vid Princeton University, varit redaktör för European Economic Review, varit rådgivare till internationella organisationer, publicerat kring 150 vetenskapliga artiklar, 20 böcker, 800 tidningsartiklar och omkring 70 sånger för vokalister och piano och för blandad kör. Han skriver en kolumn varje vecka för Islands största dagstidning. Han var 2011 en av 25 representanter i Islands Konstitutionella råd, som valts av landet och utnämns av parlamentet för att skriva om Islands grundlag.

Introduction¹

Economic growth is propelled in part by the accumulation of various kinds of capital, including social capital. By social capital is meant the various kinds of cement that keep our societies reasonably cohesive and cooperative. Its coagulative properties enable the economic and financial system to hum along efficiently and not bleed out. This social cement comprises many different components. Basic is reasonable equality of opportunity with resulting equality of incomes and wealth. History suggests that glaring disparities undermine social peace and prosperity. Another component is trust, especially the trust that ordinary citizens feel they can place in political and societal institutions but also in one another, that is, interpersonal trust. A third factor is public honesty with public accountability, that is, the absence of pervasive corruption – the abuse of public trust for private gain – in business as well as politics. A fourth component is good governance such as, for example, basing appointments to public office on merit.

In his book *The Great Crash 1929* (1988, 177-178), John Kenneth Galbraith lists five main reasons why the state of the US economy was fundamentally unsound in 1929. His list begins with the "bad distribution of income." Galbraith points out that, in 1929, the "proportion of personal income received in the form of interest, dividends, and rent – the income, broadly speaking, of the well-to-do – was about twice as great as in the years following the Second World War." Galbraith goes on to discuss rising inequality in the context of the "bad corporate structure" and "bad banking structure" of the Roaring Twenties: "American enterprise in the twenties had opened its hospitable arms to an exceptional number of promoters, grafters, swindlers, impostors, and frauds. This, in the long history of such activities, was a kind of flood tide of corporate larceny." Galbraith's story about the Great Crash of 1929 bears a recognizable resemblance to an increasingly widespread view of the events that unfolded in the United States in 2007-2008, culminating with the collapse of Lehman Brothers. The several warnings from academic and other circles (Akerlof and Romer, 1993; Black, 1995; Stiglitz, 2010, Ch. 5; Ferguson, 2012) that preceded the meltdown and followed in its aftermath echo Galbraith.

In his written statement to the US Senate Judiciary Committee in 2010, James K. Galbraith put the matter starkly, concluding his statement thus: "the country faces an existential threat. Either the legal system must do its work. Or the market system cannot be restored. There must be a thorough, transparent, effective, radical cleaning of the financial sector and also of those public officials who failed the public trust. The financiers must be made to feel, in their bones, the power of the law. And the

¹ This paper is also published as *Social capital, inequality, and economic crisis in Challenge*, July 2015. The author thanks Gunnar T. Andersen, Arne Jon Isachsen, Per Magnus Wijkman, and Gylfi Zoega for helpful reactions to an earlier version of the text.

public, which lives by the law, must see very clearly and unambiguously that this is the case.”

This paper considers the interplay between financial crises and various aspects of social capital which, if it is allowed to depreciate, can undermine economic prosperity and growth and possibly also contribute to crises. Specifically, the paper offers empirical comparisons between the experience of the United States in the 1920s and in the 1990s until 2008 with the experience of Sweden and Iceland. Supported by examples from Iceland, the working hypothesis is that frayed social capital can be a precursor as well as consequence of slow or uneven economic growth and of financial crises.

From inequality to crises

According to Galbraith (1988), the Roaring Twenties carried in them the seeds of the Great Crash of 1929. With hindsight, many now see a similar development in the United States from the 1980s onward when, as if it had forgotten the lessons from the Great Depression, Congress deregulated financial markets by, *inter alia*, repealing in 1999 the Glass-Steagall Act from 1934, thus dismantling the boundary separating commercial banking from investment banking and leaving bankers wholly to their own devices (Gylfason *et al.*, 2010, Ch. 4). Several of the ultimately destructive processes in the 1920s described by Galbraith were reset in motion 80 years later.

We start by looking at the distribution of income.

The Economic Policy Institute (2011) reports that the ratio of US executive salaries to ordinary salaries rose from 30 in 1960s to 270 in 2008. In his seminal work *Capital in the Twenty-first Century*, Piketty (2014) presents data that expose the striking parallel between the 1920s and the 1990s in the US and other countries, showing how the share of the top 10% of income earners in US national income rose from 40% to 50% from 1920 to 1929 and again from 1990 to 2008. This compares with 20% in Scandinavia and 25% in rest of Europe at present. Figures 1 and 2 present the figures for the top 1% and top 0.1% of income earners the US and Sweden. In the US, the crash of 1929 and the crisis of 2008 were both preceded by a marked increase in income inequality.

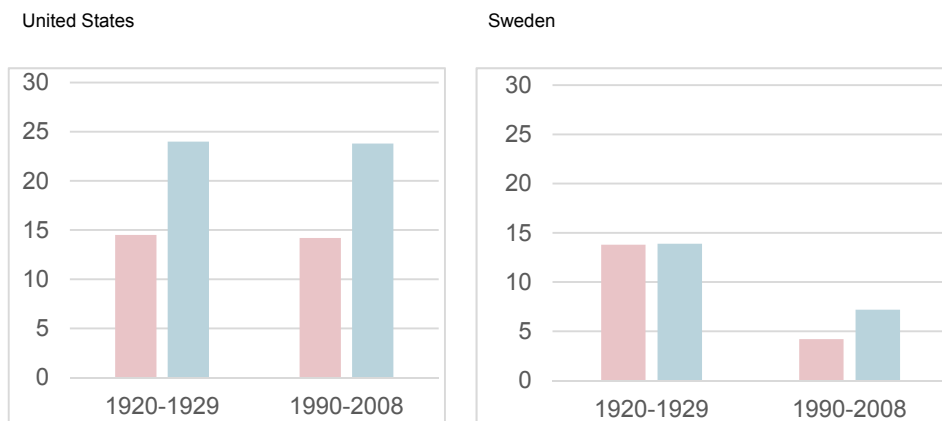


Figure 1.
 United States and Sweden: Share of Top 1% in Total Income (%)
 Source: Piketty (2014). Note: Red represents 1920 and 1990, blue represents 1929 and 2008.

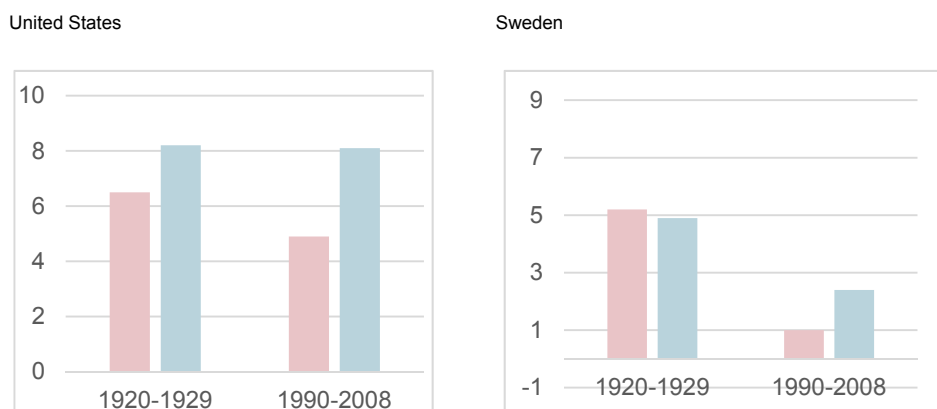


Figure 2.
 United States and Sweden: Share of Top 0.1% in Total Income (%)
 Source: Piketty (2014). Note: Red represents 1920 and 1990, blue represents 1929 and 2008.

In Sweden, the Great Depression of the 1930s was milder than elsewhere – in part, presumably, due to the deliberately countercyclical macroeconomic policy measures undertaken under the influence of the Stockholm School well before the publication of Keynes’s *General Theory* in 1936. Furthermore, income distribution did not change significantly during the 1920s in Sweden. Between 1990 and 2008, however, income inequality increased significantly in Sweden like elsewhere. However, having learnt its lesson from the financial crisis that engulfed Sweden as well as neighboring Finland and Norway during 1989-1994, Sweden weathered the global crisis in 2008

quite well. Deregulation without effective financial inspection and without markedly increased inequality preceded the Nordic financial crisis of 1989-1994 (Jonung *et al* 2009).

The evolution of the distribution of income in Iceland provides a noteworthy comparison with the US and Sweden. From the mid-1990s onward, the Gini index for total disposable income in Iceland rose by one point a year until the crash of 2008, an unprecedented development (Figure 3, left panel). In Iceland, moreover, the incomes of the top 1% of income earners rose from less than 4% of total incomes in 1995 to more than 20% of total incomes in 2007, the year before the crash of 2008, or by a factor of more than five in just twelve years (Figure 4, right panel). For comparison, the incomes of the top 1% of income earners in the US rose from 14% of total incomes in 1990 to 24% in 2008 (Figure 1, left panel). In Sweden, the incomes of the top 1% of income earners rose much less rapidly, or from 4% in 1990 to 7% in 2008 (Figure 1, right panel). Neither the US nor Sweden come even close to the fivefold increase in the income share of the top 1% observed in Iceland. Figures on the income share of the top 0.1% are not available for Iceland.

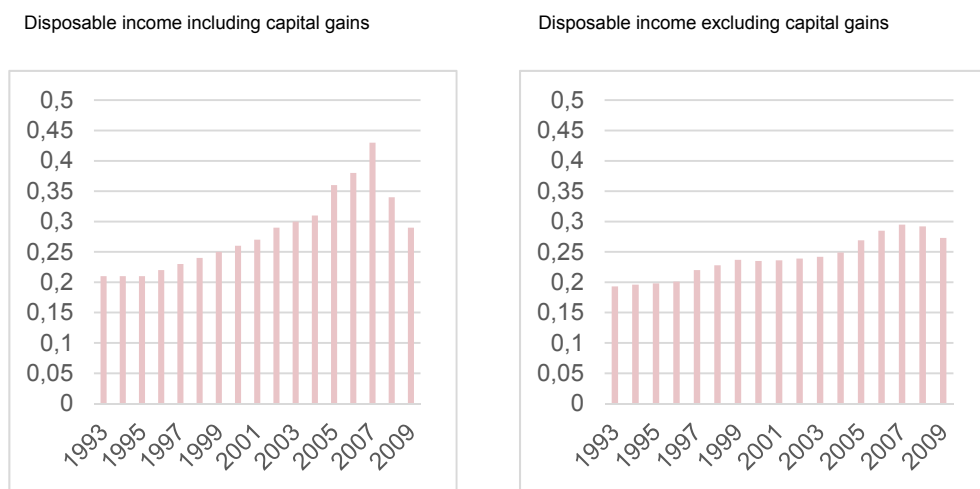


Figure 3. Iceland: Inequality in Distribution of Disposable Income 1993-2009 (Gini Index)
 Source: Internal Revenue Directorate, <http://www.rsk.is/>, and Statistics Iceland, www.hagstofa.is
 Note: A Gini index of 0 denotes perfect equality. A Gini index of 1 denotes extreme inequality.

Like Finland, Norway, and Sweden (but not Denmark), Iceland also suffered a financial crisis in 1989-1994 on a comparable scale judging by the amount of debt write-offs relative to GDP (Gylfason, 2015). The crisis was covered up, however, through high domestic interest spreads between lending rates and deposit rates made possible by the absence of foreign competition in the local financial market, paving

the way to the cliff again in 2008. Similarly, increased inequality after 1995 was not officially acknowledged by the Icelandic authorities, including Statistics Iceland, until after the crash.

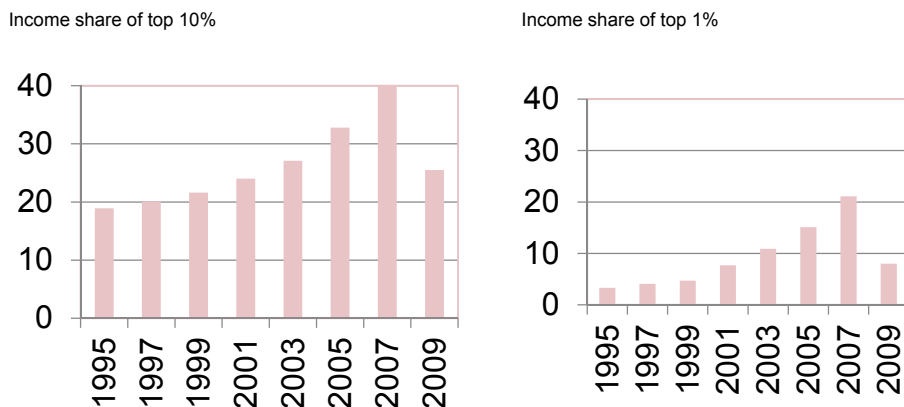


Figure 4.
Iceland: Share of Top 10% and Top 1% in Total Income (%)
Source: Internal Revenue Directorate, <http://www.rsk.is/>.

How could this happen in Iceland? That is a long story recounted, *inter alia*, in Gylfason *et al.* (2010), Aliber and Zoega (2011), Wade and Sigurgeirsdóttir (2012), Ólafsson and Kristjánsson (2013), Johnsen (2014), and Gylfason (2015). Suffice it here to mention the pre-crash government’s aggressive policy of redistribution shifting the tax burden from the rich to the rest, taking its cue, without saying so, from the Bush Administration in the US. The Iceland Chamber of Commerce went along, boasting that nearly all of its policy recommendations were adopted by the government and declaring in print a few months before the collapse of 2008: “The Chamber of Commerce recommends that Iceland stop comparing itself with other Nordic countries because we are superior to them in most respects.” According to their testimony before a special Court of Impeachment in 2012, senior Central Bank officials realized in 2006 that the banks could not survive, likening them to a Ponzi scheme, but this did not keep the Central Bank from continuing to lend the banks money for another two years nor did it keep the Chamber of Commerce from sponsoring two infamous reports co-authored by foreign experts claiming that the banks were sound, thus helping to delay the reckoning until 2008 (Aliber and Zoega, 2011, Chs. 9 and 10; Ferguson, 2012, Ch. 8). From this it seems likely, or at least plausible, that the exuberant atmosphere in business circles as well as in the political arena during the boom years, the widespread feeling that money is no object, that anything goes, contributed to the recklessness that broke the banks within a few years

of their crony privatization 1998-2003, Russian style, bringing the country literally to its knees.

John Kenneth Galbraith would not have been surprised. Be that as it may, a clear identification of causality as opposed to coincidence is not possible here, nor was it in 1929.

Several authors have argued that a direct causality exists from inequality to crisis. Rajan (2011) reasons that bad conscience among members of Congress due to increased inequality led congressmen, generously underwritten by bankers, to encourage the extension of cheap loans to low-income earners. The subprime loans turned out to be anything but cheap for the borrowers, however, and helped trigger the near-collapse of the US banking system in 2008 as described by Gramlich (2007), Johnson and Kwak (2010), Admati and Hellwig (2013), and Blinder (2013). Galbraith (2012, Ch. 13) tells a slightly different story, stressing the Bush Administration's launch of the "ownership society" aimed at stimulating the US economy with "a massive expansion of weakly supervised, poorly underwritten, underdocumented, and in the final analysis fraudulent loans made in vast quantities to people who, it was known, would not be able to keep up their payments." Stiglitz (2015, 96-97) stresses the depressing effect of increased inequality on consumption and hence also on output and employment. His argument is that an annual income of \$20 million accruing to one individual is mostly saved, whereas 500 individuals earning \$40,000 each would spend most of their income. Earlier, Galbraith (1988) had viewed the rambunctious atmosphere of the 1920s, accompanied by rampant inequities under the corrupt and incompetent administrations of Presidents Warren Harding (1921-1923) and Calvin Coolidge (1923-1929), as a conducive catalyst behind the Great Crash. Other stories abound.

It is also possible to view increased inequality and the increasingly reckless behavior of bankers, financiers, and members of the corporate class as joint consequences of other factors, including intensified rent seeking (Admati and Hellwig, 2013) plus the realization that "The Best Way to Rob a Bank is to Own One" (Black, 1995), leading to the wholesale liberalization of financial markets from the 1980s onward, facilitated by huge payments from the financial industry to politicians in a general atmosphere of irrational exuberance (Reinhart and Rogoff, 2009; Shiller, 2015). The difficulty of identifying causes and effects does not necessarily reduce the relevance of the likely linkages involved. For one, Mel Brooks was most likely not surprised by the meltdown of 2007-2008 because the plot in his Oscar-winning film *The Producers* (1968) revolves around a Broadway producer and his accountant who realizes that they can profit from producing a spectacular failure (Gylfason, 2010). Akerlof and Romer (1993) were on the same track in their seminal article "Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit." A basic fault was lack of proper financial surveillance and inspection by the government, the economic equivalent of insufficient checks and balances in the political process.

Broken trust and corruption

If gross disparities in the distribution of income and wealth undermine social cohesion, increased inequality is a sign of deteriorating social capital. Another such sign of frayed social capital is lack of trust. In *Bowling Alone* (2000), Robert Putnam documents the US case. More recent survey measures confirm Putnam's findings. For example, in June 2014, only 30% of US respondents told Gallup they had a great deal or quite a lot of confidence in the Supreme Court (down from 37% in 2012), and only 7% said they had confidence in Congress (down from 13% in 2012). Further, Gallup reports that 73% of US respondents claim that corruption is widespread in their government compared with 14% in Sweden, 43% in the United Kingdom, 58% in France, and 77% in Ukraine.

Figure 5 compares trust in institutions in the US with Sweden on the basis of the results reported in the World Values Survey (Medrano, 2015). With a single exception, Swedish respondents express markedly more trust in their institutions than do Americans. The sole exception concerns the military which more than 80% of Americans say they trust. This exception suggests that limited trust does not stem, at least not solely, from a distrustful public. On the contrary, if 80% of Americans express confidence in the army, why couldn't other institutions inspire comparable public confidence? And if Swedes express markedly more trust in most of their institutions than do Americans, why couldn't US institutions emulate their Swedish counterparts and thus earn more trust among the American public?

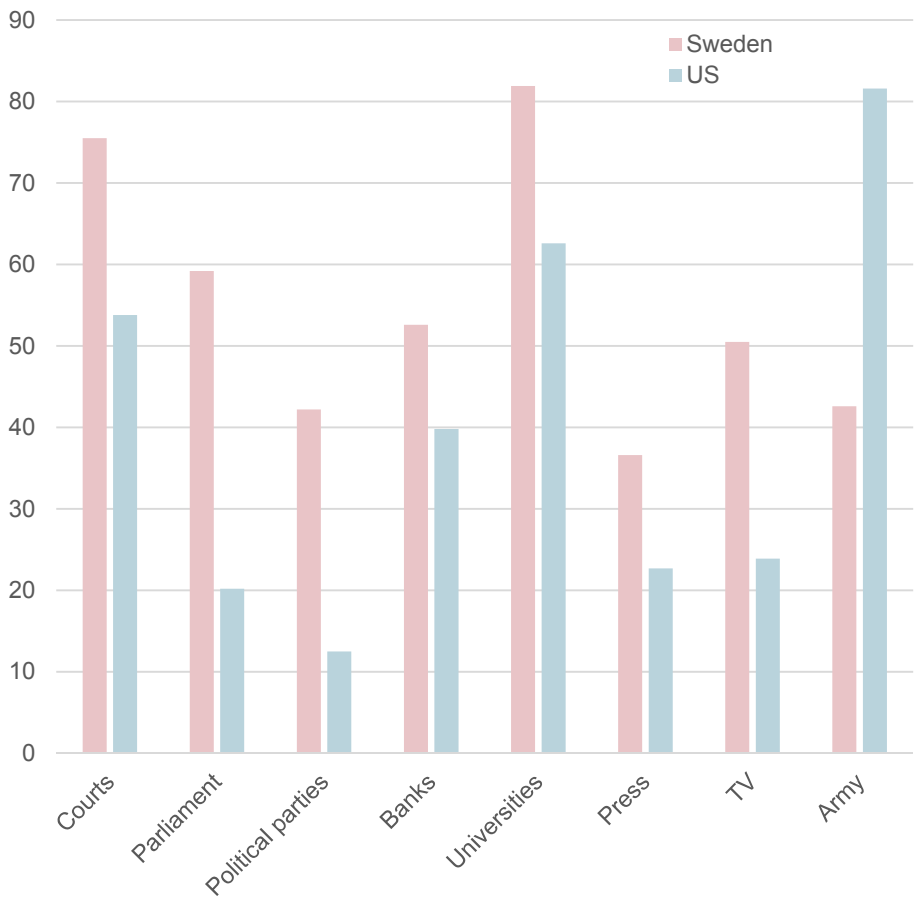
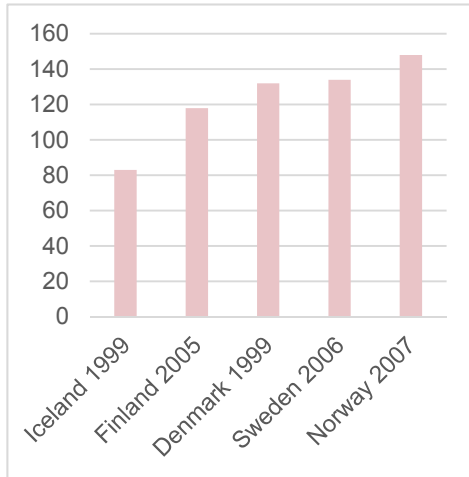


Figure 5. Sweden and the United States: Trust in Institutions (% answering Yes to "Do you have a great deal or quite a lot of confidence in the courts, etc.?")
 Source: World Values Survey (Medrano, 2015).

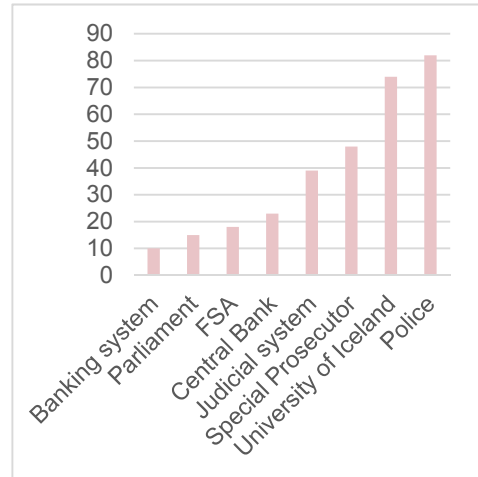
Nordic countries: Interpersonal trust



Source: World Values Survey (Medrano, 2015).

Note: See formula in text.

Iceland: Trust in institutions 2013 (%)



Source: Capacent (Gallup).

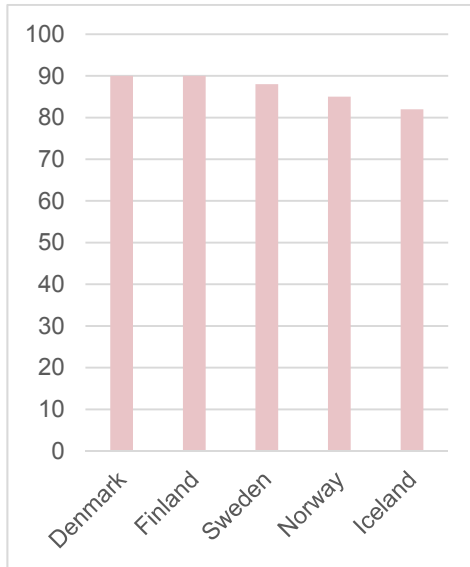
Figure 6.
Nordic countries: Interpersonal Trust and Trust in Institution

The question of trust concerns also interpersonal trust. The World Values Survey compiles an index that is designed to reflect the extent to which ordinary people feel they can trust one another by asking them whether they think that most people can be trusted and whether they think they need to be careful in their dealings with others. The index is defined as $TRUST\ INDEX = 100 + (\% \text{ Most people can be trusted}) - (\% \text{ Can't be too careful})$.

The index is above 100 in countries where trust outweighs distrust and less than 100 where the opposite holds. Figure 6 (left panel) shows the results for the Nordic countries where most people trust one another reasonably well with the sole exception of Iceland. The level of trust in Iceland was low years before the crash of 2008, suggesting that low trust may have been instrumental in creating the conditions leading to the crash. If so, the causation runs both ways: from distrust to crash and back. The same observation applies to the United States whose trust index is 73. Figure 6 (right panel) also provides a breakdown of public trust in different institutions in Iceland. The significant level of trust enjoyed by the police suggests, once again, that limited trust cannot solely be traced to a distrustful public. Rather, a more reasonable inference appears to be that bankers, politicians, and judges, in particular, need to clean up their act to win the people's trust. There is a pattern here. In Iceland, the crony privatization of the banks during 1998-2003 was conducive to their crash in 2008 (Gylfason *et al.*, 2010). Further, the two political parties which,

through their botched privatization of the banks as well as by other means during their reign 1995-2007, created conditions conducive to the crash, have, by almost always keeping the Ministry of Justice to themselves (specifically, for 76 of the 81 years from 1927 to 2008), dominated judicial appointments, sowing distrust.

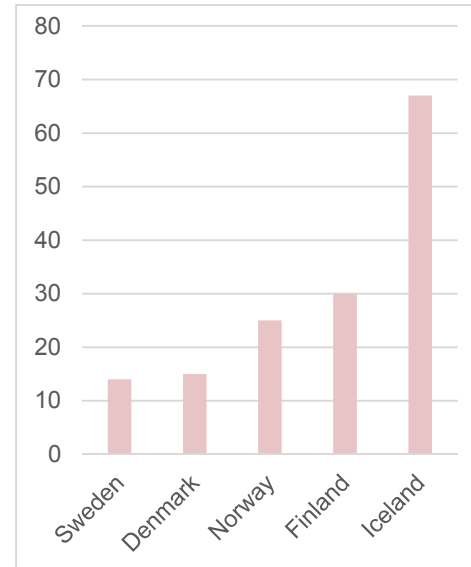
Business corruption 2012



Source: Transparency International.

Note: Transparency rates countries' business corruption from 0 (corrupt) to 100 (clean).

Political corruption 2012



Source: Gallup,

<http://www.gallup.com/poll/165476/government-corruption-viewed-pervasive-worldwide.aspx>

Note: Gallup reports the percentage of respondents who claim that corruption is widespread in their government

Figure 7.
Nordic Countries: Corruption in Business and Politics

The deep distrust that permeates Icelandic society needs to be seen in context. Throughout the 20th century until the botched privatization of the banks beginning in the late 1990s, Iceland was a heavily politicized and tightly regulated society where market forces were granted limited scope. This helps to explain why the privatization of the banks was designed to preserve the politicians' umbilical cord to the banks that had served prevailing political interests so well in the past (Gylfason, 2015). Favoritism and discrimination among customers in the state banks was taken for granted without creating strong reactions because Iceland seemed to be doing well in the economic sphere, keeping up with Denmark, Sweden, and Finland (but not Norway which through judicious management of its oil wealth catapulted itself into a class of its own). The crash of 2008 blew the lid. Corruption existed all along even if no attempts were made to gauge it, but this changed after the crash. Figure 7 shows

the difference between Iceland and the rest of the Nordic region. Two thirds of Icelandic respondents told Gallup in 2012 that they thought corruption is widespread in government compared with 14% and 15% in Sweden and Denmark (Figure 7, right panel).

From crash to social conflict: The case of Iceland

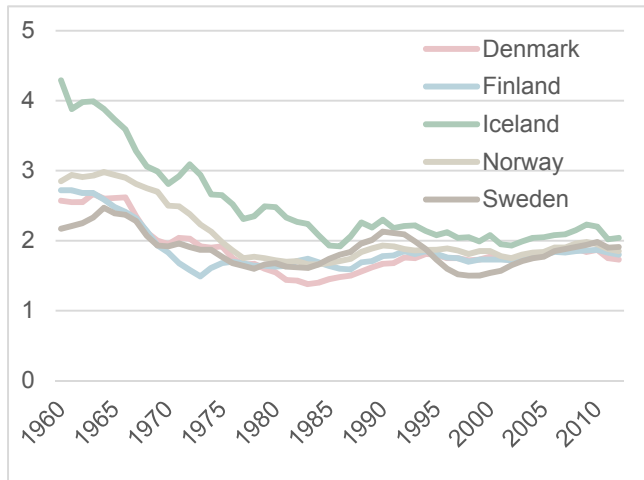
The world is changing. Suddenly, the distribution of income and wealth has entered the mainstream of economic and political discourse in Europe and America (Piketty, 2014; Stiglitz, 2013, 2015). Some writers attribute the polarization and gridlock of US politics to increased inequality (McCarty *et al.*, 2006). Others attribute political polarization to deep constitutional flaws that are exacerbated by the increased role of money in politics which in turn is encouraged by increased inequality (Levinson, 2006). The International Monetary Fund has recently issued several papers showing how gross disparities can undermine economic growth (e.g., Berg and Ostry, 2011, and Ostry *et al.*, 2014). This finding accords with some earlier empirical work (e.g., Alesina and Rodrik, 1994; Persson and Tabellini, 1994; and Gylfason and Zoega, 2003) while others disagree (e.g., Barro, 2000). The misbehavior of bankers and corporate leaders (Enron, WorldCom, etc). has done much to call popular attention to increased disparities as well as to corruption and distrust. The preceding pages of this paper provide some information on Iceland to show how its experience of increased inequality, corruption, and lack of trust fits into the emerging international picture of social capital fraying at the fringes.

Iceland managed several aspects of its economic affairs quite well after the crash of 2008 with generous help from the International Monetary Fund. While output fell by 8% during 2009-2010, unemployment stayed below 8% of the labor force and is now 4% (late 2015). While the crash took a heavy economic toll, the immediate macroeconomic effects proved milder than could have been expected. By and large, social indicators were not affected, a point worth noting because social indicators are often more resilient and more reliable than more widely employed economic indicators (Deaton, 2013). There is no sign of an increased incidence of suicides or of shortened life expectancies, on the contrary (Figure 8, right panel). Further, there are only weak signs of reduced fertility following the crisis (Figure 8, left panel).

Even so, after six years of austerity, there remains significant economic distress combined with pent-up frustration that manifests itself at the time of writing in a bitter labor market conflict with scattered strikes threatening to spread and to paralyze the economy or significantly increase unemployment or inflation or both. With explicit reference to inequality, executive pay, bank profits and bonuses, and regressive government policies, particularly the allocation of common-property fishing licenses to vessel owners at a fraction of full price, labor unions now demand wage

increases plus minimum wage stipulations far beyond what employers consider feasible. The workers' demands can be viewed as an uprising of the Have Nots against the Haves. The wage earners seem to be saying: It's our turn to eat (Wrong, 2010). The strife between wage earners and employers is accompanied by rivalry among wage earners as described in Gylfason and Lindbeck (1984). For example, hospital workers in Iceland now demand wage increases commensurate with the 20% to 25% wage hike recently granted to striking hospital doctors.

Fertility (births per woman) 1960-2012



Life expectancy in years 1960-2012

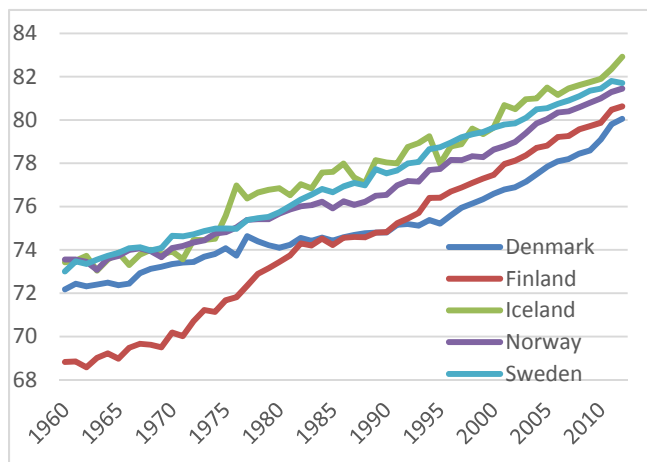


Figure 8.
Nordic Countries: Fertility and Longevity
Source: World Bank, *World Development Indicators*.

While similar in several respects, the Icelandic post-crash experience differs from that of other countries in one important way: After the crash, several Icelandic bankers and others were prosecuted. This has been a slow process, starting with a change of guard at the Financial Supervisory Authority (FSA) soon after the crash and the establishment of the office of the Special Prosecutor whose staff quickly grew from three to about 100. Under a new post-crash director installed to stop the FSA from looking the other way, the FSA was fundamentally restructured and strengthened, making it possible for it to refer nearly 80 cases of suspected violations of the law involving a large number of individuals to the Special Prosecutor. Based for the most part on these FSA referrals and further analysis by the Special Prosecutor's office, the Supreme Court had by early 2016 sentenced 28 individuals, including bankers and Savings and Loans officers, to a total of about 70 prison years for fraud relating to the crash (insider trading, breach of trust, and market manipulation). Among those sentenced in 2015 were the former Chairman of the Board and the CEO of Kaupthing Bank (they got 4 years and 5.5 years, respectively) and the former CEO of Landsbanki (3.5 years). Cases involving the other two big banks, Glitnir and Landsbanki, and involving false reporting as well as insider trading, breach of trust, and market manipulation and including appeals of district-court verdicts sentencing 16 individuals to a total of 27 years in prison, remain to be heard by the Supreme Court which is expected to need at least until 2018 to complete its crash-related case load. If the banks were essentially all alike before the crash, a widely held view, and if their management teams are equal before the law, the total number of prison years to emerge from the crisis appears likely to rise, an outcome quite different from that in, for example, the United States where the government has let it suffice to impose fines on banks for legal violations – the practical equivalent of fining Route 66 for speeding.

In effect, Iceland has been attempting to do what Black (2005), Galbraith (2010), Stiglitz (2015), and others have advocated in the United States – that is, prosecute cases of suspected financial fraud. For Iceland, this has not been an easy journey. The parliament's Special Investigation Commission (SIC, 2010, vol. 2, 2) states clearly that "The largest owners of all the big banks had abnormally easy access to credit at the banks they owned, apparently in their capacity as owners. ... in all of the banks, their principal owners were among the largest borrowers." Further, the SIC (2010, vol. 2, 313, my translation) states: "The banks not only broke the law but they also exceeded their own limits, or moved the limits as needed." The SIC identified seven politicians and public officials deemed to have neglected their duties as laid down by law, including four individuals from the Independence Party, among them its leader and prime minister at the time of the crash. A special parliamentary committee appointed to review the case added to the roster an eighth name, that of the foreign minister and Social Democratic leader at the time of the crash. Even so, parliament decided to indict only the former prime minister and none of the others. The Court of Impeachment, convened for the first time in the country's history, subsequently

found the former prime minister guilty of violating the constitution and the law on ministerial responsibility, but without punishment (he was later appointed ambassador to Washington). There were other anomalies in the process, including the parliament's failure to implement its resolution to investigate the privatization of the banks 1998-2003 and SIC's decision not to include among its nearly 200 interview subjects a former CEO of Landsbanki (one of three from before its privatization) who, in a number of newspaper articles, had leveled specific accusations at several key bankers and politicians pertaining to alleged violations of the law before and during the privatization of the banks, individuals who until the crash remained key players on the banking scene, including the Vice Chairman of the Board of Landsbanki who was also the long-standing CEO of the Independence Party.

Mostly, however, the SIC has been criticized by those – bankers and also public officials and politicians – criticized in its report as well as by their lawyers. The Supreme Court has declared that the SIC findings cannot be used as factual evidence in court.

Repeated attempts were made to discredit and unseat the post-crash director of the FSA. The first two attempts to unseat him failed, but as the third attempt was also about to fail as well he was removed from office for having been instrumental in a leak to a newspaper in violation of the law on bank secrecy, and was subsequently handed a one-year conditional prison sentence. His position was that, as a private person, he was attempting to uncover political corruption and to protect the integrity of his office against his rogue attackers. Many hope that, during his three years of service as FSA director, the FSA managed to refer the most important cases of suspected fraud to the Special Prosecutor. Others hope not. Meanwhile, the Special Prosecutor's office has seen its government budget allocation cut drastically two years in a row, necessitating commensurate downsizing of its staff, even if they still have their hands full. Again, many hope that the time and funds remaining will suffice for the Special Prosecutor to finish his job. Others hope not.

The atmosphere surrounding these developments has proved corrosive, further undermining social cohesion. At the heart of the problem is the unwillingness of those identified by the SIC (2010) and by other observers as being primarily responsible for the crash to accept their responsibility in the public consciousness or before courts of law. Several of them still talk about the "so-called crash" as if nothing happened, seemingly impervious to the suffering of all those who lost their homes and their savings at home and abroad as a direct result of the collapse. With the exception of the afore-mentioned Social Democratic leader, no one has apologized. Others grapple with the concept of collective guilt, having elected the politicians who installed the bankers who brought the country to its knees. Still others insist that every Icelander was responsible, for if everyone is responsible, no one is. There has been an escalation of politically motivated libel suits.

In this climate, chauvinism, peppered by anti-immigrant rhetoric, has made its mark in Icelandic politics for the first time, propelled in part by events in several

other European countries, including Finland, France, Hungary, Sweden, and the UK, and also by the desire to deflect criticism of those locals considered primarily responsible for the crash by absurdly blaming the crash on foreigners, including the European Union and the IMF. Since the crash, for example, the President of Iceland who was criticized in the SIC report (2010, vol. 8, 170-178) for his brazen promotion of the banks and other business interests before the crash, has spoken disparagingly of the EU and of the Nordic countries, stressing instead Iceland's affinity with Russia, China, and India. The implied repositioning of Iceland, a founding member of NATO since 1949 and an applicant for EU membership since 2009, reflects in part the perceived humiliation in some political circles of Iceland's having had to accept conditional assistance from the IMF because unconditional loans were not on offer in Europe or the US (or in Russia, for that matter). Iceland's search for "new friends" needs to be viewed also in the context of the unilateral withdrawal of the US defense force from Iceland in 2006 against the wishes of the Icelandic government. From World War II until 2006, the US presence contributed the equivalent of about 2% of GDP to Iceland's economy every year on average.

The emergence of chauvinism seems to serve a second political purpose, that of driving a wedge between Iceland and the EU to reduce the likelihood that the special interest groups – essentially, the boat-owning oligarchs and their associates – supporting, and supported by, the government in office since 2013 can be reined in by EU membership and the sharing of sovereignty that would entail. The government's recent attempt to unilaterally withdraw Iceland's membership application illustrates the problem. Rather than put the application on hold as the Swiss government did in 1992, allowing it to resume negotiations at any time, the Icelandic government's intention is to pull out once and for all to make it necessary for a new parliament to restart the application process from scratch, securing renewed individual approval by each member country, a tall order. The government botched the attempted withdrawal, however, as the EU does not consider it possible for Iceland's foreign minister to unilaterally withdraw an application approved by parliament in 2009.

Conclusion

This paper has considered the interaction between aspects of social capital and economic performance, including crises, drawing especially on recent experience from Iceland. Increased inequality preceded both the Great Depression of the 1930s and the Great Recession that began in 2007-2008. The question remains as to whether increased inequality can be viewed as one of several causes of those crises or whether both inequality and crises were triggered by some common causes, or both. The next

question considered was whether a similar story can be told about other aspects of social capital. The World Values Survey and other sources, including Gallup, document deep and growing distrust in America, Europe, and elsewhere; both a widespread lack of trust in institutions and a lack of interpersonal trust. The observation was made that low trust is not a problem in Denmark, Finland, Norway, and Sweden, all of which weathered the Great Recession quite well, while the US and Iceland, where trust is much lower, were both struck quite hard by home-made crises. In Iceland, in particular, low levels of trust preceded the financial collapse of 2008 by several years, suggesting that broken trust, like increased inequality, can be a precursor as well as a consequence of crises. Further, greater disparities appear likely to undermine trust and conversely. Similar points were made about corruption.

In sum, the working hypothesis proposed here is that fraying social capital can be a precursor as well as consequence of slow economic growth and of substandard economic performance, including intermittent financial crises, thus creating vicious cycles of social decay and slow or uneven growth with possibly long-lasting economic consequences threatening to further weaken social cohesion by undermining trust and boosting chauvinism and other forms of extremism in the political arena that may jeopardize liberal democracy.

References

- Admati, Anat, and Martin Hellwig (2013), *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Akerlof, George A., and Paul M. Romer (1993), "Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit," *Brookings Papers on Economic Activity* 2, s 1-73.
- Alesina, Alberto, and Dani Rodrik (1994), "Distributive Politics and Economic Growth," *Quarterly Journal of Economics* 109, May, s 165-190.
- Aliber, Robert Z., and Gylfi Zoega, (red) (2011), *Preludes to the Icelandic Financial Crisis*, Palgrave MacMillan, New York.
- Barro, Robert J. (2000), "Inequality and Growth in a Panel of Countries," *Journal of Economic Growth* 5, March, s 5-32.
- Berg, Andrew G., and Jonathan D. Ostry (2011), "Inequality and Unsustainable Growth: Two Sides of the Same Coin?" IMF Staff Discussion Note SDN/11/08, April.
- Black, William K. (2005), *The Best Way to Rob a Bank Is to Own One: How Corporate Executives and Politicians Looted the S&L Industry*, University of Texas Press, Austin, Texas.
- Blinder, Alan S. (2013), *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead*, Penguin Press, London.

- Deaton, Angus (2013), *The Great Escape: Health, Wealth, and the Origins of Inequality*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- Economic Policy Institute (2011), *Annual Report*. <http://www.epi.org/publication/2011-annual-report/>
- Ferguson, Charles H. (2012), *Predator Nation: Corporate Criminals, Political Corruption, and the Hijacking of America*, Crown Business, New York.
- Galbraith, James K. (2010), "Why the 'Experts' Failed to See How Financial Fraud Collapsed the Economy." *Written statement to members of the Senate Judiciary Committee*, http://www.alternet.org/story/146883/james_k._galbraith%3A_why_the_%27experts%27_failed_to_see_how_financial_fraud_collapsed_the_economy.
- Galbraith, James K (2012), *Inequality and Instability: A Study of the World Economy Just Before the Great Crisis*, Oxford University Press, Oxford and New York.
- Galbraith, John Kenneth (1988), *The Great Crash 1929*, Houghton Mifflin Company, Boston. Original edition 1954.
- Gramlich, Edward M (2007), *Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust*, Urban Institute Press, Washington, DC.
- Gylfason, Thorvaldur (2010), "Mel Brooks and the Bankers," *VoxEU*, 18 August.
- Gylfason, Thorvaldur (2015), "Iceland: How Could This Happen?," in Andersen, Torben M., Michael Bergman, and Svend E. Hougaard Jensen, (eds), *Reform Capacity and Macroeconomic Performance in the Nordic Countries*, Oxford University Press, Oxford and New York.
- Gylfason, Thorvaldur, and Assar Lindbeck (1984), "Union Rivalry and Wages: An Oligopolistic Approach," *Economica* 51, May, s 129-139.
- Gylfason, Thorvaldur, and Gylfi Zoega (2003), "Inequality and Economic Growth: Do Natural Resources Matter?" in Theo Eicher and Stephen Turnovsky, (eds), *Inequality and Growth: Theory and Policy Implications*, MIT Press, Cambridge, MA, and London.
- Gylfason, Thorvaldur, Bengt Holmström, Sixten Korkman, Hans Tson Söderström, and Vesa Vihriala (2010), *Nordics in Global Crisis*, The Research Institute of the Finnish Economy (ETLA), Taloustieto Oy.
- Johnsen, Gudrun (2014), *Bringing Down the Banking System: Lessons from Iceland*, Palgrave MacMillan, New York.
- Johnson, Simon, and James Kwak (2010), *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, Pantheon Books.
- Jonung, Lars, Jaako Kiander, and Pentti Vartia (2009), *The Great Financial Crisis in Finland and Sweden: The Nordic Experience of Financial Liberalization*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, and Northampton, MA, USA.
- Levinson, Sanford (2006), *Our Undemocratic Constitution: Where the Constitution Goes Wrong (And How We the People Can Correct It)*, Oxford University Press, Oxford and New York.

- McCarty, Nolan, Keith T. Poole, and Howard Rosenthal (2006), *Polarized America: The Dance of Ideology and Unequal Riches*, MIT Press, Cambridge, MA, and London.
- Medrano, Jaime Díez (2015), "Interpersonal trust," World Values Survey, <http://www.jdsurvey.net/jds/jdsurveyMaps.jsp?Idioma=I&SeccionTexto=0404&NOID=104>
- Ostry, Jonathan D., Andrew Berg and Charalambos G. Tsangarides (2014), "Redistribution, Inequality, and Growth," IMF Staff Discussion Note SDN/14/02, February.
- Persson, Torsten, and Guido Tabellini (1994), "Is Inequality Harmful for Growth?," *American Economic Review*, 84, June, 600-621.
- Piketty, Thomas (2014), *Capital in the Twenty-first Century*, Harvard University Press, Cambridge, MA, USA and London, England.
- Putnam, Robert (2000), *Bowling Alone*, Simon & Schuster, New York.
- Ólafsson, Stefán, and Arnaldur Sölvi Kristjánsson (2013), "Income Inequality in Boom and Bust: A Tale from Iceland's Bubble Economy," in Gornick, Janet C. and Markus Jäntti, (eds), *Income Inequality Economic Disparities and the Middle Class in Affluent Countries*, Stanford University Press, Palo Alto, 416-438.
- Rajan, Raghuram G. (2011), *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- Shiller, Robert J. (2015), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- Special Investigation Commission (SIC) (2010), "Report of the Special Investigation Commission (SIC)", report delivered to Althingi, the Icelandic Parliament, on 12 April.
- Stiglitz, Joseph E. (2010), *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, W.W. Norton, New York and London.
- Stiglitz, Joseph E. (2013), *The Price of Inequality: How Today's Divided Society Endangers Our Future*, W. W. Norton and Company, New York and London.
- Stiglitz, Joseph E. (2015), *The Great Divide: Unequal Societies and What We Can Do About Them*, W.W. Norton, New York and London.
- Wade, Robert H., and Silla Sigurgeirsdóttir (2012), "Iceland's Rise, Fall, Stabilisation and Beyond," *Cambridge Journal of Economics*, 36, no. 1, s 127-144.
- World Values Survey, <http://www.worldvaluessurvey.org/WVSContents.jsp>
- Wrong, Michaela (2010), *It's Our Turn to Eat: The Story of a Kenyan Whistle-Blower*, Harper Perennial, New York and London.

2 En önskelista för det stabiliseringspolitiska regelverket



Hans Tson Söderström

Vid sidan av nationalekonomisk forskning – huvudsakligen inriktad på stabiliseringspolitik i små öppna ekonomier – har Hans Tson Söderström ägnat sig åt mycket annat: redaktör för Ekonomisk Debatt, biträdande chef för Institutet för internationell ekonomi, expert i Valutakommittén och Löntagarfondsutredningen, ordförande i Liberala Ekonomklubben, ordförande för SNS Konjunkturråd, VD för SNS, kolumnist i Dagens Nyheter och Dagens Industri, ledamot av styrelsen för Stockholms Fondbörs och i flera börsbolag, vice ordförande i Jan Wallanders och Tom Hedelius stiftelse, rådgivare åt Finlands Bank, VD för HHS Executive Education, ordförande i Aktiespararna m.m. Som adjungerad professor vid HHS undervisade han i över 20 år i ”Macroeconomic Policy Analysis”. I allt detta har han haft Lars Jonung som spirituell samtalspartner, kunnig rådgivare och hjälpsam kritiker. Han har idag uppdrag i Tankesmedjan FORES och Konungens Stiftelse Ungt Ledarskap.

Det regelverk som idag styr stabiliseringspolitiken i Sverige har i stora delar visat sig mycket framgångsrikt. Ändå finns det anledning att granska olika delar av regelverket och komma med förslag till förbättringar. I uppsatsen framförs ett antal förslag på reformer av regelverket för såväl penning- som finanspolitiken.

Inledning²

Lars Jonung har betytt mycket för synen på värdet av fasta regler i stabiliseringspolitiken i Sverige. En hel del av arbetet med detta har jag haft förmånen att bedriva i nära samarbete med honom. Ett samarbete som kännetecknats av stort intellektuellt samförstånd med många klagörande meningsmotsättningar. Det har därtill varit synnerligen lustbetonat.

Vi kom in i samarbetet från något olika utgångspunkter. Lars hade skrivit sin doktorsavhandling vid UCLA om Sveriges monetära historia. Hans forskning därefter hade delvis monetaristiska inslag. Han hade publicerat artiklar om penningmängd, inflation, inflationsförväntningar, och om prisregleringars skadliga effekter. Under min redaktörstid för Ekonomisk Debatt (då även Lars ingick i redaktionen) hade han publicerat flera artiklar och debattinlägg om nödvändigheten av en radikal omläggning av stabiliseringspolitiken. Särskilt artikeln ”En stabil stabiliseringspolitik”, Jonung (1978), fick stort genomslag.

För egen del hade jag börjat inse nödvändigheten av att sätta gränser för finanspolitikens diskretionära handlingsfrihet när jag tillsammans med Staffan Viotti arbetade på uppsatsen *Money wage disturbances and the endogeneity of the public sector in an open economy* (Söderström och Viotti 1979). Vi visade där hur försök att upprätthålla full sysselsättning under fast växelkurs kan leda till en kontinuerlig och okontrollerad tillväxt av de offentliga utgifterna när kostnadsutvecklingen överstiger det samhällsekonomiska utrymmet. Och när jag sedan för första gången medverkade i Konjunkturrådet 1980 tillsammans med Ragnar Bentzel, Erik Lundberg och Johan Myhrman, se Bentzel m fl (1980), lyckades Johan och jag försiktigt övertyga våra äldre och mer keynesianska kolleger om nödvändigheten av en regelstyrd inflationsbekämpande politik (men först efter en rejäl kostnadsanpassning!).

Det var dock först med 1985 års rapport som SNS Konjunkturråd blev en ihärdig och konsistent förespråkare av en normbaserad stabiliseringspolitik, se Hansson m fl (1985). Då hade Lars Jonung knutits till rådet och med full Jonungsk entusiasm och trovisshet pumpat oss fulla med goda argument för en normbaserad prisstabiliseringspolitik. Det stärkte Johan och mig i vår övertygelse och bidrog till en mer pedagogisk och intresseväckande framställning av våra argument i rapporterna

² Jag vill tacka Lars Jonung för konstruktiva kommentarer på en tidigare version. Jag vill samtidigt understryka att jag inte tagit hänsyn till alla hans synpunkter. Några meningsskiljaktigheter består.

1985-88. Hur vi kunde få den betydligt mer vetenskapligt försiktige Ingemar Hansson med på dessa noter kan man fundera över. Men han bidrog med ett antal förträffliga skattekapitel, som gick väl ihop med de stabiliseringspolitiska förslagen grundade på normtänkandet.

Jag hade också gjort klart redan vid rekryteringen av rådet min uppfattning att om vi över huvud taget skulle kunna påverka den ekonomisk-politiska debatten så krävdes en viss ensidighet i vår argumentation enligt den Tingstenska principen ”Först bestämmer jag mig till 51 procent och sedan skriver jag till 100”. En linje vi sedan fått en hel del kritik för av våra kolleger.³ Men jag har bibehållit min uppfattning att de akademiker som ger sig ut i den politiska hetluften måste lämna mycket av de vetenskapliga reservationerna kvar i forskarcellen – om de ska få genomslag i debatten och därmed kunna påverka politiken. Jag har därför tagit kritiken med jämnmod.

De rapporter som publicerades under Lars medverkan i rådet fick också mycket riktigt ett stort genomslag i debatten och den ekonomiska politiken. Vid ett möte i Nationalekonomiska föreningen 1991 kritiserade Villy Bergström den dåvarande socialdemokratiska regeringen för att göra föga mer än att skriva av Konjunkturrådets rapporter.⁴ En rimligare tolkning är kanske att regeringen (egentligen bara finansdepartementet) följde en internationell trend som Konjunkturrådet varit en tidig svensk uttolkare av. Behovet av ett fast regelverk för stabiliseringspolitiken har sedan dess blivit en självklarhet i de flesta utvecklade länder (vilket alltså inte beror på oss!). Det regelverk som idag styr stabiliseringspolitiken i Sverige har i stora delar visat sig mycket framgångsrikt. Ändå finns det anledning att granska olika delar av regelverket och i förekommande fall komma med förslag till förbättringar. Ibland har det gnislat på en del håll, ibland är möjligt att åstadkomma förbättringar utan föregående gnissel. Den vetenskapliga litteraturen kring olika regelverk, deras utformning och konsekvenser har hunnit bli mycket omfattande. Bara inom det lilla delområdet om finanspolitiska råd har det uppstått behov av långa översiktsartiklar kring den alltjämt växande litteraturen.

Jag tänkte i denna uppsats ta mig friheten att framföra ett antal personliga uppfattningar kring det nuvarande stabiliseringspolitiska regelverket i Sverige och vilka förändringar som jag anser vore önskvärda. Bakom dessa funderingar ligger inte bara många decennier av erfarenheter från framgångar och misslyckanden i svensk stabiliseringspolitik utan lika mycket forskning och undervisning i modern makroekonomi. Formatet vid detta tillfälle medger dock inte någon mer omfattande vetenskaplig dokumentation av bakgrunden till mina ståndpunkter.⁵

³ Korpi (1990) samt Agell och Vredin (1991) var tidigt ute och har sedan följts av många andra, t.ex. Ellingsen (1996).

⁴ Nationalekonomiska föreningens förhandlingar 1991-01-16 ”Finansplanen och den ekonomiska politiken”, *Ekonomisk Debatt*, nr 2, 1991.

⁵ För en tillbakablickande översikt av den moderna makroteorins betydelse för framväxten av det nuvarande svenska stabiliseringspolitiska regelverket hänvisas till Flodén och Söderström (2014).

Varför stabiliseringspolitiskt regelverk?

Utan att sålunda gå djupare in på de teoretiska grundvalarna för värdet av ett stabiliseringspolitiskt regelverk (eller ”normer” som vi kallade det i Konjunkturrådets rapporter) så kan man ändå konstatera att de flesta utvecklade länder idag insett att många skäl talar för en långsiktigt stabil ram kring stabiliseringspolitikens mål och medel.

På ett allmänt plan gäller att en renodlat diskretionär stabiliseringspolitik – där statsmakterna alltså vid varje tillfälle kan laga efter läglighet beroende på ekonomiska och politiska förhållanden – skapar en osäkerhet och brist på förutsägbarhet som har en negativ inverkan på resursanvändning och välfärdsfördelning i ekonomin. Erfarenheter från 70-talets kaos i många ekonomier visade tydligt att avsaknad av ett explicit regelverk kring stabiliseringspolitiken kan leda till hög inflation, stora budgetunderskott, låg tillväxt, stigande arbetslöshet och godtycklig omfördelning av inkomster och förmögenheter i samhället. Det bör här påpekas att 70-talet, liksom 30-talet, innebar unika experiment med normlösa tillstånd i den ekonomiska politiken. Såväl guldmynftoten som Bretton Woods-systemet innebar fasta tvångströjor på penningpolitiken, vilket i sin tur skapade stabila ramar kring finanspolitiken. Vad Konjunkturrådet förespråkade var alltså en återgång till fasta normer i stabiliseringspolitiken – inte något radikalt nytt.

Men utöver dessa allmänna erfarenheter så innebar också framsteg inom den ekonomiska forskningen att värdet av stabila spelregler i den ekonomiska politiken kunde förankras i en rigorös tankeram. Den forskning kring det s.k. tidskonsistensproblemet som följde på Kydland och Precotts banbrytande artikel (1977) visade hur fullständig handlingsfrihet i den ekonomiska politiken kan leda till högre inflation och större budgetunderskott än vad någon part i samhället anser önskvärt. Omfattande forskning kring politiskt beslutsfattande (public choice) kunde visa hur politiska beslut i enskilda frågor kan leda till resultat som inte ligger i väljarnas intresse. Vi talar om *voter myopia*, *common pool problems*, *principal-agent problems* och *political business cycles* för att bara nämna några av de viktigaste beståndsdelarna i litteraturen.

Forskningen har inte enbart begränsat sig till att studera de principiella och praktiska problemen kring den politiska styrningen av stabiliseringspolitiken utan har även kommit fram till ett antal förslag till lösning av dessa problem. Generellt kan de flesta av dessa förslag sorteras in under någon av de fyra kategorierna explicita *mål* för politiken, *restriktioner* på hanteringen av de ekonomisk-politiska instrumenten, ändrade *beslutsprocesser* för finans- och penningpolitik samt nya *institutioner* för beslut om och genomförande av politiken. I många fall har den praktiska lösningen av stabiliseringspolitikens problem blivit en kombination av mål, restriktioner, ändrade beslutsprocesser och nya institutioner. Sverige har varit en föregångare i utvecklingen mot en mer regelstyrd stabiliseringspolitik, och det torde vara oomtvistat att denna

utveckling inneburit väsentliga förbättringar i utfallet jämfört med de perioder då vi experimenterat med en diskretionär stabiliseringspolitik. Ändå finns det – som vi ska se – en potential för förbättringar. För att tjäna sitt syfte måste regelverket vara stabilt, men det får inte innebära att det är oföränderligt på de punkter där förbättringar är möjliga.

Penningpolitiken

Allmänt sett kan man nog konstatera att det penningpolitiska regelverket är mer fullgånget än det finanspolitiska. Det gäller Sverige men även de flesta andra utvecklade länder. Det föreligger på många områden en bred konsensus kring önskvärda inslag i den penningpolitiska styrningen. Det gäller framför allt behovet av ett explicit inflationsmål och nödvändigheten av att delegera den operativa styrningen av penningpolitiken till en självständig centralbank. Jag instämmer i denna konsensus och begränsar mig därför till att ta upp några frågor som varit aktuella i debatten under senare år.

Bör inflationsmålet höjas?

I riksbankslagen stipuleras att ”Målet för Riksbankens verksamhet skall vara att upprätthålla ett fast penningvärde”. Riksbankens direktion har sedan januari 1993 valt att tolka detta så att målet för penningpolitiken ska vara att stabilisera den årliga ökningen i konsumentprisindex kring 2 procent. Men det är fullt förenligt med lagen om direktionen – utan att konsultera fullmäktige – skulle finna för gott att ändra på detta mål, givetvis inom ramen för vad som kan anses förenligt med begreppet ”fast penningvärde”.

Det har i litteraturen framkommit ett par vägande argument för att höja inflationsmålet till 3-4 procent istället för nuvarande 2. Det första är att ett sådant högre inflationsmål skulle ge en bättre säkerhetsmarginal till fallande prisnivå och därmed risken att fastna i en deflationsspiral. De senaste årens erfarenheter i Sverige och vår omvärld visar att denna risk inte är försumbar. Ett andra argument – ursprungligen lanserat av George Akerlof (1996) – är att ett högre inflationsmål skulle kunna medge större flexibilitet i relativlönerna, givet det väldokumenterade motståndet mot nominella lönesänkningar. Ökad löneflexibilitet skulle i sin tur förbättra ekonomins funktionsförmåga och kunna leda till högre tillväxt. Härtill kommer att en högre inflationstakt gör det lättare att åstadkomma negativa realräntor, något som historien har lärt oss kan behövas i besvärliga ekonomiska lägen.

Alla dessa argument har enligt min mening mycket som talar för sig. SNS Konjunkturråd 2012 – vars rapport förtjänar att läsas igen – kom ändå fram till slutsatsen att det nuvarande inflationsmålet inte bör rubbas, eftersom ändringar skulle

kunna försämrå målets trovärdighet. Jag är benägen att instämma i den bedömningen, men dock med tillägget att om ECB, Bank of England och andra viktiga centralbanker skulle besluta sig för att höja sina inflationsmål, så anser jag att även Sverige borde göra en uppjustering i direkt anknytning till detta, dock inte till mer än fyra procent. På nivåer därutöver blir inflationen en viktig faktor att räkna med i alla ekonomiska beslut.

En annorlunda fråga är om en period av inflation *under* målet (vilket vi ju haft) bör följas av en period med inflation *över* målet, och vice versa. I praktiken innebär detta att centralbanken målsätter prisnivån istället för inflationstakten. Ju längre period som den faktiska inflationstakten systematiskt avviker från målet desto starkare blir argumenten för en kompensation på andra sidan inflationsmålet, eftersom avvikelsen från den implicit målsatta prisnivån då blivit större. Noll procents inflation under en treårsperiod istället för målsatta två innebär att prisnivån i slutet av perioden hamnat mer än sex procent under vad allmänheten haft anledning att förvänta sig. Som Lars E O Svensson framhåvt innebär detta en väsentlig ökning av den reala skuldbördan. Men en avsiktlig temporär höjning av den målsatta inflationen efteråt skulle knappast råda bot på detta, eftersom man måste räkna med att de nominella marknadsräntorna anpassar sig till den prognosticerade inflationen. Slutsatsen måste – av flera skäl – bli att inflationsmålet inte bör ersättas av (eller kompletteras med) ett mål för prisnivån, främst därför att detta skulle leda till förvirring och osäkerhet om den framtida penningpolitiken.

Flera mål för penningpolitiken?

I riksbankslagen § 2 stadgas att ”Riksbanken skall också främja ett säkert och effektivt betalningsväsende”. Under senare år har det uppstått en diskussion såväl inom som utom Riksbanken huruvida detta ska tolkas så att penningpolitiken vid sidan om målet prisstabilitet även bör ha som mål att motverka uppkomsten av finansiella bubblor. Som bekant har det inom direktionen funnits delade meningar om detta, med riksbankschefen som främste förespråkare för en stramare penningpolitik och med ledande akademiker inom direktionen (Svensson, Ekholm, Flodén) på motsatt linje.

Fram till den 2 juli 2014 gick riksbankschefen segrande ur den striden med ett tillräckligt antal direktionsledamöter vid sin sida, och resultatet har blivit en inflationstakt kring noll procent medan den privata skulduppbyggnaden obesvärat har fortsatt. Men vid detta möte blev – för första gången sedan den nuvarande riksbankslagen trädde i kraft – riksbankschefen nedröstad av fyra direktionsledamöter som alla önskade en mer expansiv penningpolitik för att snabbare höja inflationen mot 2-procentmålet. Riksbankschefen (med ytterligare en direktionsmedlem vid sin sida) fick nöja sig med att i en reservation till beslutet förorda en stramare penningpolitik med hänsyn till sin oro för hushållens skuldsättning.

Lars Jonung (tillsammans med Fredrik N G Andersson) har – såvitt jag förstår – landat på samma sida som riksbankschefen i denna fråga (Andersson och Jonung 2014). Författarna till artikeln menar i koncentrat att en stram penningpolitik kan värna den finansiella stabiliteten och förhindra en alltför snabb privat skulduppbyggnad. Detta – menar de – ligger i Riksbankens mandat enligt § 2 ovan. Den stramare penningpolitik som förts har, enligt författarna, inte inneburit någon påtaglig avvikelse från inflationsmålet och inte heller haft några negativa effekter på sysselsättningen som kan empiriskt beläggas. Personligen delar jag inte deras uppfattning i något av dessa avseenden. Det finns flera skäl till detta.

Till att börja med är det en väsentlig skillnad på att värna om ”ett säkert och effektivt betalningsväsende” och att värna om ”finansiell stabilitet”. Vi har lyckats klara ett väl fungerande betalningsväsende även under stora finansiella kriser. Att värna om finansiell stabilitet i bemärkelsen att förhindra uppkomsten av bubblor på finansmarknaderna är något helt annat. Den senare uppgiften anser jag inte ligga inom Riksbankens mandat enligt den gällande riksbankslagen – och den bör inte heller göra det.

Det är som bekant utomordentligt svårt att bedöma huruvida prisstegringar på tillgångsmarknader innebär uppbyggnaden av bubbla eller inte. Det ligger i sakens natur att prisrörelser på tillgångsmarknader oftast inte kan förutses. Det är naturligtvis bra att det finns en vaksamhet generellt i samhället om överdrivna prisförändringar på exempelvis aktie- eller fastighetsmarknaderna. Vi har under senare år sett en kraftig prisstegring på fastigheter i storstadsregionerna och parallellt därmed en ökning av hushållens skuldbörda. En prisstegring och skuldökning i denna takt kan naturligtvis inte fortsätta i all oändlighet. Men därmed inte sagt att det handlar om en bubbla. Hushållens soliditet förefaller alltjämt betryggande, och även Riksbankens egna studier tyder på att prisstegringarna på fastigheter kan förklaras med fundamenta.

Riksbanken har inte heller till sitt förfogande några instrument som kan förhindra uppbyggnaden av en finansiell bubbla. Lars E O Svensson har övertygande visat att en alltför hög styrrenta kan innebära höga kostnader i termer av negativa avvikelser från inflationsmålet och sysselsättningsförluster, men ha mycket marginella effekter på hushållens skuldkvot. (I själva verket kan skuldkvoten förvärras av att realräntan blir högre än förväntat.) I sitt penningpolitiska protokoll den 27 oktober 2014 konstaterar Riksbanken att: ”... den låga räntan bidrar också till att förstärka trenden med stigande bostadspriser och skuldsättning hos hushållen. Det riskerar att leda till problem för såväl enskilda hushåll som ekonomin i stort. ... det är ännu mer angeläget att andra politikområden nu hanterar dessa risker”. Det är mycket glädjande att Riksbanken nu explicit avhänder sig ansvaret för en eventuell överskuldssättning, och samtidigt kommer med en rejäl pekpinne till de instanser där frågan hör hemma.

Delegeringen av den operativa penningpolitiken till Riksbankens direktion kräver slutligen ett tydligt och mätbart mål för att ansvar ska kunna utkrävas och därmed den demokratiska kontrollen av penningpolitiken upprätthållas. Avskiljandet av den

operativa penningpolitiken från det politiska beslutsfattandet har inneburit ett mycket väsentligt framsteg i den ekonomiska politiken. Men denna separation är i fara om riksdagen och väljarna uppfattar att Riksbanken har frihet att välja mellan flera olika mål och direktionen självständigt kan besluta om hur dessa mål ska prioriteras. Ett enda väl definierat inflationsmål (idag KPI +2%) är det bästa sättet att åstadkomma en tydlig delegationsordning utan kontaminering av operativa och politiska beslut. Riksbankens fortsatta ansvar för betalningssystemets säkerhet och effektivitet står inte i strid med detta.

Mer summariska penningpolitiska protokoll?

Det har ansetts vara av stor betydelse för transparens och ansvarsutkrävande att de penningpolitiska protokollen nogsamt dokumenterar direktionens överväganden och diskussioner samt hur ledamöterna röstat vid de penningpolitiska mötena. Utvecklingen inom centralbanksvärlden har stadigt gått i riktning mot ständigt större öppenhet och transparens.

Men är ökad transparens alltid önskvärd? En intressant studie (Hansen m fl 2014) av protokollen från Federal Open Market Committee (FOMC) tyder på att det även kan finnas negativa konsekvenser. Forskarna jämförde protokollen från kommitténs möten från tiden före 1993, vilka inte publicerades, med protokollen efter 1993, som publicerades. Det visade sig att diskussionerna före 1993 var mer inriktade på själva policybesluten med många ifrågasättanden och direkta frågor. Efter 1993 betedde sig ledamöterna annorlunda, när de visste att allt de sade skulle komma till allmän kännedom. Det blev långa faktsäckade föredragningar om det ekonomiska läget med det uppenbara syftet att visa analysförmåga och pålästhet. I gengäld blev det mindre policydiskussioner, färre ifrågasättanden och starkare tendens att gå i ordförandens fotspår.

Det är väl inte utan att man känner igen sig i Riksbankens protokoll. Konstruktiva diskussioner förutsätter att deltagarna tar intryck av varandra, vilket i sin tur bör kunna leda till att de modifierar sina ståndpunkter under diskussionens gång. Ett visst mått av intellektuell kohandel måste också kunna förekomma. Ordföranden måste kunna känna av vartåt vinden blåser och gradvis leda diskussionen in mot ett beslut som deltagarna kan känna sig nöjda med. Men av detta ser vi intet i direktionsprotokollen. Här kommer ledamöterna med en lång föredragning och ett förslag till beslut. Dessa förslag står sedan fast när det kommer till omröstning. Hur skulle det se ut i protokollet om någon direktionsledamot gick in i diskussionen med en ståndpunkt och kom ut med en annan?

Ändå är det just detta som är nödvändigt för att en grupp ska kunna fungera tillsammans och komma till bra beslut. Mot bakgrund av de lösningar inom direktionen som förekommit under senare år skulle man önska att den hade möjligheten att gå avsidet för att kollegialt ”snacka ihop sig”, utan att behöva redovisa alla argument och steg i processen för en konflikthungrig medierapportering. Full och

detaljerad redovisning av direktionens överläggningar är sannolikt till skada för beslutens kvalitet och därmed för penningpolitiken.

Rollfördelning och ansvarsutkrävande

Separationen av den operativa penningpolitiken från det politiska beslutsfattandet har varit en avgörande faktor bakom de penningpolitiska framgångarna under de senaste två decennierna. Riksbankslagen har så långt möjligt eftersträvat att skapa en vattentät sådan separation genom en tvåstegsprocess, där riksdagen utser ett riksbanksfullmäktige som i sin tur utser en direktion för Riksbanken. Riksdagen har därtill valt att till fullmäktige utse elva ledamöter som visserligen har partipolitisk bakgrund men som inte är aktiva riksdagspolitiker. Vidare anger riksbankslagen att ledamöter av direktionen inte får ”söka eller ta emot instruktioner” rörande de penningpolitiska besluten. Man kan därmed tycka att separationen mellan partipolitik och operativ penningpolitik har gått så långt den behöver gå. Det finns dock några möjligheter till förbättringar enligt min mening.

För det första har naturligtvis fullmäktige möjligheter att utse direktionsledamöter som är kända för att stå för en penningpolitisk inriktning som faller den sittande regeringen på läppen; ”hökar” eller ”duvor” eller vad man nu må kalla dem. Denna möjlighet är dessvärre inte bara teoretisk; för ett par år sedan råkade fullmäktiges ordförande begå ett rejält klavertramp genom att aningslöst meddela en ekonomijournalist att man vid rekryteringen av nya direktionsledamöter var på jakt efter personer som hade samma uppfattning som direktionens ordförande. Alltså ett klart uttalat försök att påverka penningpolitikens inriktning genom urvalet av direktionsledamöter. Det är väl också ganska klart att en högt kvalificerad direktionsledamot nyligen skildes från sitt uppdrag till följd av att han envist och välartikulerat redovisat en från ordföranden (och majoriteten) avvikande uppfattning under en lång period.

Det finns några tänkbara sätt att komma tillrätta med detta problem. Kanske räcker det med att i riksbankslagen införa en paragraf som explicit fastslår att fullmäktige vid rekryteringen av nya direktionsledamöter (liksom vid förnyelsen av mandat) enbart får ta hänsyn till vederbörandes kompetens, utan sidoblickar på de penningpolitiska konsekvenserna av detta val. Ett annat vore att begränsa fullmäktiges val till någon ur en krets personer som nominerats av något opolitiskt organ, som t.ex. någon av våra vetenskapliga akademier, Nationalekonomiska föreningen, e. dyl. Men allra bäst är givetvis att Riksbanken leds på ett sådant sätt att det inte finns några tydliga falanger, som kan förstärkas eller försvagas vid nyrekryteringar av direktionsledamöter eller vid förlängningar av deras mandat. När samma ledamöter reserverar sig mot de penningpolitiska besluten vid upprepade tillfällen och av samma skäl är det ett tecken på att Riksbanken inte leds som det var tänkt.

Avslutningsvis vill jag nämna att jag tycker det är olyckligt att den ursprungligen avsedda processen för förnyelse av direktionen, med överlappande mandatperioder och högst ett nyval varje år, kommit i olag genom förtida avhopp och förkortade

mandatperioder. Det vore en stor fördel för stadgan i penningpolitiken om vi kunde återgå till den mycket gradvisa förnyelse av direktionen som var avsedd. Detta kan åstadkommas genom att mandatperioden förkortas eller förlängs för de ledamöter som nyväljs och/eller de som får sina mandat förnyade.

Finanspolitiken

Utvecklingen av det penningpolitiska regelverket har i stort sett följt internationella trender på penningpolitikens område, även om Sverige kan sägas ha legat i framkant på utvecklingen. Vad gäller finanspolitiken kan Sverige definitivt betecknas som ett föregångsland. Det djupgående reformarbete som genomfördes under 1990-talet, se Molander och Holmquist (2013), har resulterat i ett genomarbetat regelverk för den svenska finanspolitiken som omfattar såväl mål för politiken, som restriktioner på de finanspolitiska instrumenten och nya beslutsprocesser och institutioner. Regelverkets införande är förknippat med en mycket tillfredsställande utveckling av statsfinanserna. Mellan 1995 och 2013 gick den konsoliderade offentliga sektorns finansiella ställning från en nettoskuld på 31 procent av BNP till en nettoförmögenhet på 27 procent samtidigt som skattekvoten fallit och de offentliga välfärdssystemen bevarats i stort sett intakta. En i sanning märkvärdig prestation. Ändå finns det olika beståndsdelar av regelverket som tål att diskuteras. Några ifrågasättanden följer nedan.

Nya mål för finanspolitiken?

Jag hör till dem som anser att överskottsmålet i finanspolitiken har spelat ut sin roll och snarast bör ersättas av ett statsskuldsmål. Dessutom anser jag att en rimlig nivå på detta mål redan måste anses uppnått. Man måste fråga sig hur stor förmögenhetsuppbyggnad som behöver ske inom den offentliga sektorn innan det inte längre är samhällsekonomiskt motiverat att fortsätta att "samla i ladorna". Det är sannerligen inte kostnadsfritt. Alternativet till fortsatta överskott i budgeten är i första hand ett sänkt skattetryck, som i sin tur kan innebära bättre resursanvändning (tack vare minskade skatteklar), ökat privat sparande och högre tillväxt, i andra hand ökade offentliga utgifter på exempelvis skola, vård och omsorg. Kanske något av båda.

Ur demokratisk synpunkt är det dessutom önskvärt med en viss balans mellan privat och offentlig förmögenhet. I samband med löntagarfondsdebatten betonade Assar Lindbeck ofta de rent politiska riskerna med en alltför stor förmögenhetsmassa i politikernas händer. Sedan dess har det varit märkvärdigt tyst i denna fråga. Med tanke på den stora realiserbara reala förmögenhet som redan finns i den offentliga sektorn (mark, vatten, skog, gruvor, fastigheter, m.m.) kan man fråga sig vad en fortsatt finansiell förmögenhetsuppbyggnad ska tjäna till.

Självklart måste överskottsålet, som är ett flödesmål, om/när det slopas ersättas med ett eller flera mål för storleken på relevanta stockar. Det är dock inte självklart vilken eller vilka stockar som bör målsättas. Hur stor den offentliga sektorns nettoförmögenhet bör vara kan det exempelvis finnas partiskiljande uppfattningar om. Däremot borde man kunna finna en partipolitisk konsensus kring den önskvärda storleken på statens finansiella nettoförmögenhet och på statsskuldens storlek som andelar av BNP. Med den bättre konsolidering av banksektorn som nu är på gång bör man i ett pessimistiskt scenario inte behöva räkna med att ökningen av statsskulden under en djup konjunkturedgång ska behöva överstiga 30 procent av BNP. Om man sätter en övre gräns för bruttonivån på statsskulden vid 70 procent (för att med säkerhetsmarginal hålla sig under den nivå där icke-lineariteter i upplåningskostnader och tillväxteffekter kan tänkas uppkomma) så borde en rimlig målsättning för den statliga bruttoskulden i normala konjunkturlägen kunna vara 30 procent med ett toleransintervall på plus/minus 10 procent för normala konjunkturvariationer. Vid utgången av 2013 uppgick statsskulden enligt Riksgäldskontoret till 1 277 miljarder, dvs. 35 procent av BNP. Med tanke på den besvärliga ekonomiska situationen i vår närmaste omvärld och att Sverige till följd av det befinner sig ett stycke under fullt kapacitetsutnyttjande förefaller detta vara en acceptabel nivå. Några år med rimligt balanserad budget och hygglig tillväxt bör kunna föra ned kvoten till 30 procent. Därutöver menar jag att ytterligare avsiktliga förstärkningar av statens finansiella ställning inte är samhällsekonomiskt motiverade.

Oavsett om man delar denna numerära bedömning eller inte menar jag att stockar bör ersätta flöden vad gäller målen för statens finansiella ställning. I motsats till SNS Konjunkturråd 2012 ser jag ingen anledning att vänta ytterligare med denna omläggning av målsättningen i finanspolitiken.⁶

Budgetprocessen och utgiftstaket

Vad gäller budgetprocessen och utgiftstaket lämnar jag med varm hand den fortsatta diskussionen åt personer som har större erfarenhet än jag av den politiska hanteringen av budgetfrågorna, i såväl regering som riksdag. Utan någon djupare analys vill jag dock nämna att jag beklagar att uppdelningen av budgetbehandlingen i två tidsmässigt skilda steg, vid vår- resp. höstrikdagen, avskaffats. Syftet med denna uppdelning var ju att vårriksdagen skulle ta ställning till budgetens totala omfattning i ett långsiktigt samhällsekonomiskt perspektiv. Höstrikdagen skulle därefter få ägna sig åt att inom denna ram behandla de olika utgiftsanslagen med den partipolitiska kohandel detta vanligtvis innebär.

⁶ Det förefaller som om regeringen i mars 2015 kommit till samma slutsats. Då annonserades önskemål om en parlamentarisk utredning kring frågan om överskottsålet bör ersättas av ett balansmål. Det återstår då bara att önska sig att utredningen arbetar skyndsamt och resulterar i bred enighet kring slutsatsen att ett statsskuldsmål är mer ändamålsenligt.

Vad som därefter skett är att denna uppdelning ansetts vara alltför betungande för riksdagens ledamöter och att därför hela budgetbehandlingen hanteras av höstriksdagen. Det må vara en energibesparande reform, men på bekostnad av överblick och klarhet i budgetarbetet. Med den ursprungligen avsedda ordningen kunde debatten under vårriksdagen handla om trender i den offentliga utgiftsandelens, om den samhällsekonomiska balansen och om finanspolitikens förenlighet med det stabiliseringspolitiska regelverket. Debatten under höstriksdagen kunde därefter ägnas åt politikernas favoritämne: prioriteringar av anslagsäskanden och angelägenheten av olika reformer. Det är beklagligt att dessa vitt skilda frågeställningar nu hamnar i samma byk.

Man måste samtidigt välkomna att regelverket skärpts i ett andra avseenden: Kravet på tre års framförhållning vad gäller beslut om utgiftstaket (i nominella termer) är numera lagfäst. Åtskilliga kryphål har också täppts igen vad beträffar regeringens möjligheter att "fuska med utgiftstaket". Detta har skapat en välkommen förbättring av stadga och transparens i finanspolitiken, särskilt viktig vid ett regeringsskifte med en inträdande koalitionsregering utan egen majoritet i riksdagen.

Eftersom ytterst få makroekonomiska kriser kan förutses med tre års varsel skapar denna ökade stadga samtidigt ett större behov av *undantagsklausuler* i regelverket. När stora kriser slår till måste det vara möjligt att låta *bygones* vara *bygones*, temporärt lägga regelverket åt sidan och tillgripa hela medelsarsenalen för att tidigt mota en depressiv spiral med katastrofalt höga arbetslöshetsnivåer. Desto viktigare då att finna tydliga kriterier på vilka ekonomiska situationer som kan anses utgöra undantagstillstånd. Några numeriska nyckeltal kan knappast spela någon avgörande roll i detta avseende. Ingen kris är den andra lik. Här måste Finanspolitiska rådet spela en avgörande roll. Man kan tänka sig att en kvalificerad majoritet i riksdagen skulle kunna få lagstadgat mandat att temporärt upphäva delar av regelverket på rekommendation av Finanspolitiska rådet.

Finanspolitiska rådet

Vi konstaterade ovan att ett väsentligt skäl till de penningpolitiska framgångarna under senare tid varit separationen av den operativa penningpolitiken från dagspolitikens kastvindar. Naturligt nog har många frågat sig om det inte vore möjligt att överföra denna insikt till finanspolitiken: att låta regering och riksdag fastställa ett finanspolitiskt mål och handlingsutrymme och därefter låta en samling utvalda experter hantera den dagliga skötseln av finanspolitiken inom dessa ramar. Sådana förslag måste dock avvisas som politiskt helt orealistiska och inte heller önskvärda. Finanspolitiken innefattar alltför mycket av partipolitiska överväganden för att låta sig skötas enbart av en expertkommitté. Lösningen har istället blivit inrättandet av s.k. finanspolitiska råd, som inte har någon beslutsrätt på finanspolitikens område men däremot en granskande och rådgivande roll.

Vilken roll ska då ett finanspolitiskt råd spela? Lars Jonung – med egen erfarenhet från ordförandeskap i det svenska finanspolitiska rådet – har med föredömlig klarhet

och skärpa framhållit att ett finanspolitiskt råd enbart kan spela en viktig roll i ekonomin tillsammans med ett tydligt regelverk för finanspolitiken. Och vice versa: utan ett finanspolitiskt råd som agerar vakthund kan ett regelverk för finanspolitiken visa sig tämligen tandlöst.

Därmed också sagt vad som måste vara det finanspolitiska rådets huvuduppgifter. De är – enligt min mening – fyra:

- I. Att granska det finanspolitiska regelverket och föreslå förändringar av det mot bakgrund av vunna erfarenheter och förändringar i det ekonomiska läget.
- II. Att granska den förda finanspolitikens förenlighet med regelverket och påtala avvikelser.
- III. Att vid behov analysera vilka alternativa förändringar i finanspolitiken som kan göra den mer förenlig med det fastställda regelverket.
- IV. Att analysera huruvida det ekonomiska läget ger anledning att sätta hela eller delar av regelverket ur spel (dvs. utlysa finanspolitiskt undantagstillstånd).

Dessa uppgifter är utomordentligt viktiga och fullt tillräckliga för ett finanspolitiskt råd. Listan utesluter åtskilligt som idag ålagts rådet eller uppgifter som rådet alldeles självmant tagit på sig. Att bedöma regeringens konjunkturprognoser och ge alternativ görs ju av Konjunkturinstitutet, Riksbanken och de flesta affärsbanker. Frågan om huruvida finanspolitiken är väl avpassad till konjunkturläget bedöms också av dessa instanser och är dessutom regelbundet föremål för den partipolitiska debatten i riksdagen. Frågor om arbetsmarknad, lönebildning, sysselsättning och arbetslöshet bör utanför riksdagen i första hand hanteras av IFAU. Det finns ingen anledning att Finanspolitiska rådet ska konkurrera med detta institut. Rådet borde också tydligt ha motsatt sig uppdraget att ta ställning till finanspolitikens effekter på inkomstfördelningen.

Jag påstår alltså inte att alla dessa andra frågor kring finanspolitiken är oväsentliga. Men det är ännu viktigare att rådet – och dess rapporter – inte överlastas med uppgifter som inte har direkt med det finanspolitiska regelverket att göra. Det är i så fall bättre att inrätta andra råd och expertgrupper för att hantera dessa frågor. Det borde också kunna innebära att rådets årliga rapport kan begränsas till högst 150 välstrukturerade och lättillgängliga sidor – en vällovlig ambition som Lars Jonung hade under sin tid som ordförande i rådet. Om rapporterna ska kunna göra nytta bör de läsas av i princip samtliga riksdagsledamöter och av alla opinionsbildare runt stabiliseringspolitiken. Den senaste rapporten från rådet (2014) utgjordes av nära 200 välmatade sidor – intressant materia för professionella ekonomer, men knappast någon nattlektyr för en genomsnittlig riksdagsledamot.

För att kunna fylla sin viktiga roll måste rådet ha tillräckliga kansliresurser och därtill en budget som ger generöst utrymme för att engagera internationell expertis för

särskilda utredningar. Redan tidigt i rådets unga historia uppstod en situation där en irriterad finansminister hotade med en reducerad budget som straff för en enligt honom obefogad kritik. Rådets institutionella ram bör vara så konstruerad att en upprepning av denna incident omöjliggörs. I mina ögon krävs för detta två förändringar.

För det första bör rådets huvudman inte vara regeringen, allra minst dess finansminister, vars fögderi rådet är satt att granska. En bättre huvudman vore enligt min mening riksdagens finansutskott. För det andra måste rådet ha en god framförhållning i sin egen ekonomiska planering. Budgeten bör vara säkrad i minst tre år, och helst sträcka sig bortom innevarande mandatperiod. Det är oro för vad *nästa* regering kan komma att hitta på som skapar rätt incitament för rådets huvudman.

Avgörande för rådets inflytande är givetvis kvaliteten på dess ledamöter. Här har jag inga invändningar mot hittillsvarande praxis. Ordförande bör vara en akademiskt respekterad och erkänt omdömesgill ekonom med bakgrund i makroekonomi och stabiliseringspolitik – precis som hittills varit fallet. Övriga ledamöter bör ge rådet en viss allsidighet vad gäller både kompetensprofil och grad av praktisk erfarenhet från förvaltning och politiskt beslutsfattande. Inslaget av icke-svenska – men svensktalande – ledamöter är välgörande. Arvoderingen bör motsvara en arbetsinsats på minst kvartstid och ledamöterna bör ha fleråriga, helst överlappande, mandatperioder.

Tillräkta nya ledamöter av rådet skulle före beslut kunna utsättas för hearings av amerikanskt snitt i finansutskottet. De årliga rapporterna bör givetvis bli föremål för en ingående behandling i finansutskottet, gärna i samband med en offentlig hearing. Vidare har de offentliga möten som rådet anordnat vid framläggandet av rapporten varit utomordentligt välordnade, med kvalificerade kommentatorer och god tid för diskussion.

Slutord

Man kan fråga sig om Sverige behöver ett eget stabiliseringspolitiskt regelverk när nu EU med exempelvis stabilitetspakten söker sätta bestämda gränser för de enskilda medlemsländernas stabiliseringspolitiska handlingsfrihet. Mitt svar är tveklöst ja. Det finns många skäl till detta. För det första är EU:s regelverk frukten av storpolitisk kohandel på internationell nivå, snarare än ett resultat av djupgående ekonomisk-politisk analys. För det andra är efterlevnaden som bekant svag, vilket innebär att enskilda länder anser sig kunna ta sig stora friheter utanför regelverket när de så önskar. De nominella sanktionssystemen har ju hittills visat sig helt verkningslösa. Men viktigast är att självpålagda restriktioner på handlingsfriheten fungerar betydligt bättre än sådana som påtvingats utifrån. Därför bör Sverige även fortsättningsvis behålla ett nationellt regelverk för stabiliseringspolitiken, som givetvis måste vara

strängare än det som gäller för EU:s medlemsstater. Vi ska även fortsättningsvis vara bäst i klassen. Våra politiker bör darra av skräck inför risken att försringra detta förtroendekapital.

Det penning- och finanspolitiska regelverket utgör stabiliseringspolitikens grundlag. Respekten för en sådan grundlag kräver att den inte enkelt kan ändras. Ett regelverk som justeras så snart behov anses föreligga förlorar givetvis den avsedda styrande funktionen. Oföränderlighet över tiden har därför ett egenvärde. Mina diskussionspunkter här är framförda med full insikt om riskerna med att ständigt gå in och peta i regelverket. Exempelvis menar jag därför att inflationsmålet tills vidare bör ligga kvar på 2 procents årlig ökning av konsumentpriserna, trots att ett högre inflationsmål kanske vore mer ändamålsenligt. Men av samma skäl menar jag att överskottsmålet i finanspolitiken nu bör överges, eftersom ett flödesmål endast är meningsfullt under den begränsade tid som stockarna avviker från en lämplig nivå (vilket jag menar att statsskulden nu inte gör). Mina övriga förslag är inte av den digniteten att de kan rubba tilltron till regelverkets stabilitet.

Kravet på stabilitet över tiden bör dock inte förhindra en livfull debatt om regelverkets ändamålsenlighet. Det är i syfte att bidra till en sådan debatt jag nedtecknat dessa rader – inte för att få omedelbara ändringar till stånd.

Referenser

- Agell, J och A Vredin (1991), ”Normer eller diskretion i stabiliseringspolitiken”, *Ekonomisk Debatt*, nr 4.
- Akerlof, G A, W T Dickens och G L Perry, (1996) ”The macroeconomics of low inflation”, *Brookings Papers on Economic Activity*, nr 1, s 1-59
- Andersson, F NG och L Jonung (2014), ”Riksbanken och inflationen 1995–2012 – missar Svensson målet?”, *Ekonomisk Debatt*, nr 3.
- Bentzel, R, E Lundberg, J Myhrman, B Rydén och H T Söderström (1980), *Stabiliseringspolitik för 80-talet, Konjunkturrådets rapport 1980-81*, SNS, Stockholm.
- Ellingsen, T, (1996), ”Hans Tson Söderström: Normer och ekonomisk politik”, (Bokanmälan), *Ekonomisk Debatt*, nr 8.
- Flodén, M, A Larsson, M Ravn och A Vredin (2012), *Enkla regler, svåra tider – behöver stabiliseringspolitiken förändras?*, *Konjunkturrådets rapport 2012*, SNS.
- Flodén, M och H T Söderström (2014), ”Svensk stabiliseringspolitik”, s 47-86 i Hultkrantz, L och H T Söderström, (red), *Marknad och politik*, elfte upplagan, Studentlitteratur.
- Hansen, S, M McMahon och A Prat (2014), ”Transparency and deliberation within the FOMC: A computational linguistics approach”, *Centre for Economic Policy Research*, DP9994, 2014.

- Hansson, I, L Jonung, J Myhrman och H T Söderström (1985), *Vägen till ett stabilare Sverige, Konjunkturrådets rapport 1985*, SNS.
- Jonung, L (1978) "En stabil stabiliseringspolitik", *Ekonomisk Debatt*, nr 1.
- Korpi, W (1990) "Halkar Sverige efter? Vår ekonomiska tillväxt och produktivitet i jämförande belysning", *Ekonomisk Debatt*, nr 5.
- Kydland, F och E Prescott (1977), "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy*, nr 85, s 473-490.
- Molander, P och J Holmquist (2013), "Reforming Sweden's budgetary institutions. Background, design and experiences", Rapport 2013/1, Finanspolitiska rådet. *Svensk finanspolitik, Finanspolitiska rådets rapport 2014*.
- Söderström, H T och S Viotti (1979), "Money wage disturbances and the endogeneity of the public sector in an open economy", s 71-98 i A Lindbeck, (red), *Inflation and employment in open economies*, North-Holland Publishing Co.

3 Ekonomisk-politiska institutioner och fördelningspolitiska konflikter



Johannes Lindvall

Johannes Lindvall är en statsvetare från Göteborg som numera är verksam i Lund. Hans forskning handlar om ekonomisk-politiskt beslutsfattande, intresse-organisationer, staters reformkapacitet och de politiska effekterna av ekonomiska nedgångar. I Lund sedan 2010. Professor sedan 2013. Exponerades för nationalekonomer för första gången när Lars Jonung presenterade sin studie *Med backspeglarna som kompass* på Rosenbad den 17 mars 1999.⁷

Politik handlar på samma gång om konflikter och samarbete. Som medborgare har vi motstridiga intressen, särskilt när det gäller fördelningen av inkomster och tillgångar. Det är därför vi sluter oss samman i politiska partier och intresseorganisationer. Men vi har också gemensamma intressen, såsom nationell säkerhet, ekonomisk tillväxt, en god miljö och en effektiv offentlig förvaltning. Att hantera fördelningspolitiska konflikter så att de inte omintetgör samarbete kring gemensamma mål är därför ett

⁷ Jag vill tacka Michael Bergman, Klas Fregert och Lars Jonung för att jag fick delta i det spännande symposiet den 3–4 oktober 2014. Jag vill också tacka Alvina Erman för hennes utmärkta researcharbete och SNS för deras ekonomiska bidrag till arbetet.

grundläggande politiskt problem – ett problem som är särskilt angeläget att lösa i små länder med stort utlandsberoende, såsom Sverige (Katzenstein 1985).

Det är i detta politiska sammanhang, menar jag, som vi bör se den ekonomisk-politiska modell som har vuxit fram i Sverige sedan början av 1990-talet, med dess självständiga ekonomisk-politiska institutioner (såsom Riksbanken, Riksrevisionen och Finanspolitiska rådet).

Jag inleder med att jämföra den nya ekonomisk-politiska modellen med den politiska modellen i Sverige under första hälften av efterkrigstiden. Dessa två politiska modeller är i viktiga avseenden varandras motsatser, men de syftar i grunden till att lösa ett och samma problem: att hantera fördelningspolitiska konflikter. Jag visar sedan med hjälp av internationella jämförelser att självständiga ekonomisk-politiska institutioner i första hand har uppstått i länder där penning- och finanspolitiken annars riskerar att kompliceras av fördelningspolitiska motsättningar mellan välorganiserade intressen, vilket stöder tolkningen att självständiga ekonomisk-politiska institutioner införts just för att hantera konflikter. Jag avslutar med att diskutera de politiska förutsättningarna för den politiska modell vi för närvarande har i Sverige och några av de hot och möjligheter vi står inför.

Två politiska modeller

Maktutredningens slutbetänkande (SOU 1990:44) beskrev efterkrigstidens svenska politiska modell med följande termer: (a) konfliktlösning på arbetsmarknaden, (b) centraliserade avtalsrörelser, (c) en historisk kompromiss mellan arbete och kapital, (d) samförståndskultur, (e) full sysselsättning, (f) det starka samhället, (g) universalism, (h) expertstyre, (i) korporatism och (j) en ”andra historisk kompromiss” (den mellan kvinnor och män).

Lindvall och Rothstein (2006, 49) uttryckte sig på ett liknande sätt när de sammanfattade den politiska processen i dåtidens Sverige:

Leading politicians at the national level decided the overall aims of policy in collaboration with leaders of major interest organisations, and then government commissions of inquiry engaged experts who compiled the available knowledge about the policy's target area. This resulted in a politically, technically and administratively feasible proposal that could be turned into law by Parliament, whereupon a civil service department was given responsibility for implementation, and municipalities or other local authorities put the policy into effect. Major interest organisations generally supported this view of the political process, and frequently participated both in government commissions of inquiry and in the administrative implementation process. Beyond rationalism and

planning, this political culture was based on consensus in the sense that wide political majorities and the support of interest groups were thought to be of great value.

Efterkrigstidens politiska modell kan ses som en metod för att lösa det problem som jag beskrev i inledningen: att hantera fördelningspolitiska konflikter så att de inte ointetgör samarbete kring gemensamma mål. Metoden gick ut på att bygga upp institutioner som gjorde det möjligt för de stora politiska partierna och intresseorganisationerna att nå breda överenskommelser och kompromisser. En viktig förutsättning för att modellen skulle fungera var att i stort sett alla politiska frågor var förhandlingsbara och att det var möjligt att koppla ihop policyförändringar på olika områden.

Med andra ord var den klassiska svenska modellen en metod för konflikthantering som gick ut på att föra samman, att syntetisera, att kombinera.

Sedan början av 1990-talet har Sverige genomgått mycket radikala institutionella förändringar och av den svenska modell som beskrevs i Maktutredningen återstår bara några få beståndsdelar.

Faktum är att de institutionella förändringar som har skett i Sverige har varit betydligt mer radikala än motsvarande förändringar i andra små och medelstora europeiska länder, särskilt när det gäller arbetsmarknadens organisationer och deras roll i den politiska processen. Flera andra små europeiska länder har idag mer centraliserade löneförhandlingar, med en högre grad av nationell samordning än Sverige har. Det finns få andra exempel på länder som lika drastiskt har brutit med traditionen att söka breda politiska kompromisser som inkluderar de stora arbetsmarknadsorganisationerna (Anthonsen och Lindvall 2009).

Den politiska modell vi har idag – med dess självständiga ekonomisk-politiska institutioner – skiljer sig följaktligen i hög grad från den modell som gällde under det första kvartssekklet efter andra världskriget. Istället för att föra samman, syntetisera och kombinera bygger den nya modellen på motsatsen: att dela upp politiska beslut i deras beståndsdelar.

Självständiga ekonomisk-politiska institutioner är tänkta att vara myndigheter med (a) ett klart definierat mål, (b) en bestämd uppsättning instrument och (c) rätten att själv avgöra hur dessa instrument skall användas för att uppnå målet. Modellen innebär att det per definition finns politiska frågor som *inte* är föremål för förhandlingar, vilket försvårar möjligheterna att koppla samman policyändringar på olika områden genom breda förhandlingslösningar (vilket var huvudidén med den tidigare modellen). Istället bygger den nya ekonomisk-politiska modellen på idén att politikområden där fördelningspolitiska konflikter hotar att ointetgöra arbetet för att nå gemensamma mål skall skärmas av och isoleras.

Metoden är således radikalt annorlunda. Men syftet är i grunden detsamma.

Ett sätt att tolka denna uppseendeväckande kraftiga omsvängning är att den utgjorde ett extremt exempel på den sorts ”lärandeprocess” som Jonung (1999) beskriver i sin studie *Med backspegeln som kompass*: upplevda misslyckanden under en tidsperiod (fram till 1980-talet) ledde till en helt annan politisk strategi under den därpå följande perioden (1990-talet och framåt).

Internationella perspektiv

Ett tecken på att självständiga ekonomisk-politiska institutionerna har den funktion som jag har beskrivit – att hantera fördelningspolitiska konflikter så att de inte ointetgör samarbete kring gemensamma mål – är att sådana institutioner i första hand har införts i länder där risken är som störst att penningpolitiken eller finanspolitiken (eller båda) annars kompliceras av fördelningspolitiska motsättningar mellan välorganiserade intressen. Detta avsnitt innehåller en jämförande utblick som inbegriper de tjugo OECD-länder som har varit demokratier sedan mitten av 1970-talet: Australien, Belgien, Danmark, Finland, Frankrike, Grekland, Irland, Italien, Japan, Kanada, Nederländerna, Norge, Nya Zeeland, Portugal, Schweiz, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tyskland, USA och Österrike. Jag börjar med penningpolitiken (och koncentrerar mig då på länder som i likhet med Sverige har självständiga centralbanker som tillämpar inflationsmålsstyrning). Jag övergår sedan till finanspolitiken (finanspolitiska råd).

Fem av de tjugo länder jag just nämnde har samma penningpolitiska regim som Sverige har, nämligen (a) flytande växelkurs, (b) självständig centralbank och (c) inflationsmålsstyrning: Australien, Kanada, Norge, Nya Zeeland och Storbritannien (Truman 2003, Berg 2005, Arnone, Laurens och Segalotto 2006, Li 2011). Vad som kännetecknar dessa fem länder, förutom Storbritannien, är att de är stora exportörer av råvaror (enligt OECD 2010 är medeltalet när det gäller råvaruinnehållet i exporten för de länder som har inflationsmålsstyrning 38 procent; medeltalet för övriga länder är 16 procent, alltså mindre än hälften). Eftersom råvaror är priskänsliga innebär ett stort beroende av råvaror att växelkursen riskerar att bli föremål för skarpa fördelningskonflikter. En modell med inflationsmålsstyrning innebär att växelkursfrågan blir mindre politiskt känslig, eftersom priset på valutan inte bestäms politiskt.⁸

I många länder har det sedan länge funnits rådgivande myndigheter som ger rekommendationer när det gäller finanspolitikens inriktning och på senare år har sådana myndigheter tillkommit i en rad länder där de tidigare inte har funnits (Calmfors och Wren-Lewis 2011). Av tabell 1 framgår vilka länder som har betydande finanspolitiska råd. Med ”betydande” menas här att regeringen antingen

⁸ Eric Helleiner gjorde mig uppmärksam på detta mönster.

måste följa deras rekommendationer och ta hänsyn till deras prognoser enligt lag *eller* att regeringen måste förklara sig om dess politik avviker från rådets rekommendationer *eller* att rådets anseende är så stort att regeringen av hävd brukar följa dess rekommendationer.

Tabell 1.

Finanspolitiska råd

Land	Namn	år
Australien	Parliamentary Budget Office	2012
Belgien	Conseil Supérieur des Finances	1936
Danmark	Det Økonomiske Råd	1962
Finland	—	—
Frankrike	Haut Conseil des finances publiques	2012
Grekland	—	—
Irland	Fiscal Advisory Council	2012
Italien	Ufficio Parlamentare del Bilancio	2014
Japan	Rådet för finansiella frågor	
Kanada	Parliamentary Budget Office	2008
Nederländerna	Centraal Planbureau	1945
Norge	—	—
Nya Zeeland	—	—
Portugal	Conselho das Finanças Públicas	2012
Schweiz	—	—
Spanien	—	—
Storbritannien	Office of Budget Responsibility	2010
Sverige	Finanspolitiska Rådet	2007
Tyskland	Sachverständigenrat	1963
USA	Congressional Budget Office	1975
Österrike	Staatsschuldenausschuss (Fiskalrat)	1997

Källor: Europeiska kommissionen (2006); Debrun, Hauner och Kumar (2009); Hagemann (2010); Calmfors och Wren-Lewis (2011); Office for Budget Responsibility (2014).

Många finanspolitiska råd har införts helt nyligen, till följd av de reformer i den europeiska finanspolitiska regimen som infördes av EU i december 2011. Jag koncentrerar mig på de råd som infördes före 2012.

De länder som *inte* hade betydande finanspolitiska råd före 2012 kan delas in i två grupper. Här finner vi dels en grupp länder som tenderar att inte ha egentliga koalitionsregeringar och därför inte ställs inför de typer av partipolitiska konflikter som ofta komplicerar finanspolitiken (länder som Australien, Grekland, Nya Zeeland och Portugal). Hit kan vi också räkna Kanada, som finns med i Tabell 1 men som

nyligen har lagt ned sitt finanspolitiska råd. Bland länderna utan finanspolitiska råd finner vi också två länder med en lång tradition av ”oversized coalitions” (Finland och Schweiz), vilka hanterar politiska motsättningar kring budgetfrågor på ett annorlunda vis, jämfört med andra länder. Det är intressant att konstatera att det finanspolitiska rådet i Storbritannien tillkom samma år som landet fick sin första koalitionsregering sedan andra världskriget.

Med andra ord: självständiga finanspolitiska råd tycks framför allt ha införts i länder där partipolitiska konflikter angående finanspolitiken annars riskerar att leda till stora budgetunderskott.

Institutioner och fördelningspolitik

Jag övergår nu till att diskutera några av de hot och möjligheter som modellen med självständiga ekonomisk-politiska institutioner står inför på kort till medellång sikt. Jag tar min utgångspunkt i den diskussion om Riksbankens penningpolitik som har förts i Sverige på senare år.

Än så länge har denna diskussion oftast förts i termer av vilken penningpolitik som är mest ekonomiskt ändamålsenlig. Många ekonomer har till exempel framfört den enligt min mening helt rimliga tekniska synpunkten att det inte är lämpligt att centralbanken har fler mål än den har medel.

De resonemang jag har fört ovan om införandet av självständiga ekonomisk-politiska institutioner som en metod för att hantera fördelningspolitiska konflikter genom att dela upp politiska beslut i deras beståndsdelar väcker emellertid tanken att frågan om penningpolitikens inriktning också har en politisk dimension som inte har uppmärksamats tillräckligt: den ekonomisk-politiska modell med en självständig centralbank som vi har haft i Sverige sedan 1990-talet blir inte bara svårare att försvara om Riksbanken skall väga flera mål mot varandra; den blir särskilt svår att försvara när ett av dessa mål (i realiteten att kontrollera priserna på bostäder) har så tydliga fördelningseffekter som det har.

Frågan om Riksbankens självständighet var en gång mycket omstridd, så omstridd att de socialdemokratiska ledamöterna i den utredning som beredde frågan i början av 1990-talet reserverade sig mot utredningens förslag (vilket inte hindrade att den nya riksbankslagen sedermera antogs under en socialdemokratisk regering). Att överlåta viktiga ekonomisk-politiska avgöranden till självständiga myndigheter bortom de folkvaldas direkta kontroll är av naturliga skäl känsligt i en demokrati.

Det finns två huvudförklaringar till att modellen med tiden fick så brett stöd som den fick. Den första förklaringen är att den förda penningpolitiken vann förtroende och acceptans hos de stora aktörerna på arbetsmarknaden. Den andra och enligt min mening ännu viktigare förklaringen är att den nya modellen bidrog till att lösa ett centralt ekonomisk-politiskt problem, nämligen att det är mycket svårt att föra en väl

avvägd ekonomisk politik om beslutsfattarna måste ta stabiliseringspolitiska och fördelningspolitiska hänsyn på samma gång.

Innan Sverige övergick till rörlig växelkurs i slutet av 1992 var finanspolitiken det viktigaste stabiliseringspolitiska medlet. Eftersom finanspolitiken handlar om statens inkomster och utgifter har alla finanspolitiska beslut tydliga fördelningspolitiska konsekvenser. Det är därför svårt att snabbt anpassa finanspolitiken till utvecklingen i samhällsekonomin. Den problematiken satte sin prägel på den ekonomiska politiken under andra hälften av 1980-talet (se t.ex. Lindvall 2004, kapitel 3–4).

När penningpolitiken blev det viktigaste stabiliseringspolitiska medlet och dessutom inriktades på ett enkelt, kvantifierbart mål och överläts till en självständig Riksbank kunde de folkvalda politikerna istället koncentrera sig på allokering- och fördelningsfrågor (inom ramen för långsiktigt hållbara statsfinanser). Denna arbetsfördelning är en av förklaringarna till att den ekonomiska politiken i Sverige har varit mindre ryckig efter 1990-talskrisen än den var på 1970- och 1980-talen. Arbetsfördelningen var i sin tur möjlig eftersom penningpolitikens stabiliseringspolitiska funktion (och därmed Riksbankens uppdrag) renodlades.

Om Riksbanken förutom inflationen väger in hushållens skuldsättning blir penningpolitiken genast mer politiskt kontroversiell. För det första tvingas bankens ledning då att väga olika mål mot varandra, vilket i sig är politiskt känsligt. För det andra blir bostadspriserna åtminstone implicit ett mål för räntepolitiken, vilket har uppenbara fördelningspolitiska implikationer. En mycket stor andel av alla svenskar bor i villor eller bostadsrätter och en mycket stor andel av hushållens förmögenheter ligger i deras bostäder. Priset på villor och bostadsrätter är därmed potentiellt en fråga med väldigt politisk sprängkraft. Om Riksbanken tar på sig att avgöra vilken nivå bostadspriserna bör ha, förändras penningpolitikens karaktär därmed på ett avgörande sätt.

En sådan förändring skulle enligt min mening sätta den nuvarande ekonomisk-politiska modellen på spel: den arbetsfördelning mellan centralbanken och de folkvalda som vi har i Sverige förutsätter att penningpolitiken är så tydlig, enkel och fördelningspolitiskt neutral som möjligt.

Referenser

- Anthonsen, M och J Lindvall (2009), "Party Competition and the Resilience of Corporatism" *Government and Opposition*, årg 44, nr 2, s 167–187.
- Arnove, M, B J Laurens och J Segalotto (2006), "Measures of Central Bank Autonomy: Empirical Evidence from OECD, Developing, and Emerging Market Economies", IMF Working Paper 06/228.

- Berg, C (2005), "Penningpolitik med inflationsmål – erfarenheter från 20 länder", *Penning- och valutapolitik*, nr 1, s 20–46.
- Calmfors, L och S Wren-Lewis (2011), "Fiscal Councils", *Economic Policy*, årg 26, nr 68, s 649–695.
- Debrun, X, D Hauner och M S Kumar (2009), "Independent fiscal agencies", *Journal of Economic Survey*, årg 23, nr 1, s 44–81.
- Europeiska kommissionen (2006), *Public Finances in EMU*, Europeiska kommissionen, Bryssel.
- Hagemann, R (2010), *Improving Fiscal Performance through Fiscal Councils*, OECD, Paris.
- Jonung, L (1999), *Med backspegeln som kompass*,
<http://www.regeringen.se/rattsdokument/departementsserien-och-promemorior/1999/01/ds-19999/>
- Katzenstein, P (1985), *Small States in World Markets*, Cornell University Press, Ithaca.
- Li, X-M (2011), "How Do Exchange Rates Co-Move?", *Journal of Banking and Finance*, årg 35, nr 2, s 418–429.
- Lindvall, J och B Rothstein (2006), "Sweden: The Fall of the Strong State", *Scandinavian Political Studies*, årg 29, nr 1, s 47–63.
- OECD (2010), *International Trade by Commodity Statistics*, OECD, Paris.
- SOU 1990:44, *Demokrati och makt i Sverige*, Fritzes, Stockholm.
- Truman, E M (2003), *Inflation Targeting in the World Economy*, Institute for International Economics, Washington, DC.

4 Finansinspektionen - en god institution?



Anne-Marie Pålsson

Anne-Marie Pålsson är docent i nationalekonomi vid Lunds universitet och tidigare riksdagsledamot för Moderaterna. Hon forskar främst om frågor i gränslandet mellan ekonomi, juridik och politik. Hon är en flitig deltagare i den allmänna debatten.

Goda institutioner är nödvändiga för en fungerande marknadsekonomi. Det är väl känt. Men vad som exakt avses med detta begrepp är inte helt klart. Vanligtvis brukar man med *institutioner* mena de spelregler i vid bemärkelse som reglerar samspelet mellan människor och företag och formar ramverket för transaktioner. Här ingår lagar och regler för avtal, opartiska domstolar som backar upp avtalen, skydd för äganderätten, fastighetsregister, pantinstitut, konkursinstitut, förutsägbart skatteuttag, skydd av näringsfriheten, kronofogdemyndigheter m.m.

Det räcker dock inte att institutionerna finns på plats – också de legala mekanismerna som gör att de fungerar som avsett måste finnas. Ty vilket värde har

avtalsrätten om den rättsliga behandlingen vid domstolarna inte uppfyller de grundläggande kraven på rättssäkerhet?

På ett område har frågan om rättssäkerhet kommit att bli särskilt intressant - den finansiella tillsynen. I finanskrisens kölvatten kan rättssäkerheten ha kränkts då snabba ingripanden många gånger krävdes för att hindra en finansiell kollaps. För svenskt vidkommande finns också en annan förklaring. Den sammanhänger med att finansmarknadens tillsynsmyndighet, Finansinspektionen, har tilldelats exceptionella befogenheter. Ensam har myndigheten att avgöra om överträdelser begåtts, bedöma vilken sanktion som ska tillgräpas och fatta det formella beslutet om sanktion. Finansinspektionen, fortsättningsvis FI, har av lagstiftaren därmed getts rätt att samtidigt agera polis, åklagare och domare.⁹

Därutöver har FI bemyndigats att utfärda föreskrifter och allmänna råd - bestämma vilka regler som ska gälla - och använda dem som grund för ett ingripande i det fall instituteten inte följer dem. De sanktioner som står till myndighetens förfogande är vidare långtgående och inkluderar rätten att ta ut böter på maximalt 10 procent av bolagets omsättning och rätten att återkalla tillstånd utan oberoende prövning.

Rättssäkerhet är dock en fråga som ekonomer vanligtvis inte ägnar något större intresse. Finanskriskommitténs första betänkande illustrerar detta.¹⁰ Kommittén tillsattes 2011 och fick i uppgift att se över det svenska regelverket för hantering av finansiella kriser.¹¹ I direktiven ingick att analysera reglerna för överprövning av myndighetsbeslut i frågor av betydelse för den finansiella stabiliteten. En fråga av största vikt då rätten att överklaga beslut är ett av de grundläggande kriterierna för rättssäkerhet.

I Finanskriskommitténs betänkande återfinns emellertid ingen sådan analys. Överklagandefrågan tas inte alls upp och ordet rättsäkerhet förekommer inte i betänkandet vilket kan synas märkligt då kommittén tillstår att FI har exceptionella befogenheter och "ett brett mandat att ingripa mot olika risker som kan uppstå på marknaden".

Var Finanskriskommitténs tystnad motiverad? Är FI en "god" institution? Leder myndighetens tillsyn till ökad ekonomisk effektivitet och är den rättssäker? Det är frågor som behandlas i denna uppsats. För att besvara dem har FI:s ingripanden granskats. Att fokus ligger på de formella sanktionsbesluten och inte på den "mjukare" tillsynen ska förstås av att de senare är omöjliga att kartlägga. De handlar inte sällan om möten mellan företrädare för myndigheten och det enskilda bolaget och allt vad som sägs på dessa dokumenteras inte.

Uppsatsen är disponerad på följande vis. Först beskrivs reglerna för FI:s ingripanden. Därefter granskas de ingripanden FI beslutat om under åren 2004-2014. De aspekter som står i centrum för granskningen är vilka företag som träffats av

⁹ Se Warnling-Nerep (2009).

¹⁰ Se SOU 2013:6.

¹¹ Se Dir 2011:6.

sanktionerna, vilka motiv för ingripandena FI anfört och hur FI motiverat valet av sanktion. Och i de fall FI:s beslut överklagats analyseras också den rättsliga behandlingen vid våra domstolar. Sammanfattande synpunkter ges i det sista avsnittet.

Finansinspektionens tillsyn 2004-2014

2004 infördes nya regler för den finansiella tillsynen.¹² Syftet med reglerna var att minska risken för allvarliga störningar på den finansiella marknaden. Någon långtgående precisering av tillsynen ansågs inte behövas utan den fick karaktären av ramlagstiftning. Huvudinriktningen för tillsynen anges av lagen och har beslutats av riksdagen medan ramens innehåll överlåtits till myndigheten.

För att öka flexibiliteten fick FI fler instrument att tillgripa och större möjlighet att själv bedöma vilken åtgärd som skulle tillgripas i varje enskilt fall. Anmärkning och möjligheten att ta ut en hög straffavgift utan domstolsprövning tillkom och varningsinstrumentet föreslogs få en bredare användning. FI gavs också en explicit rätt att inte ingripa alls. Reglerna kan i korthet beskrivas enligt följande.

- I. FI ska ingripa om ett finansiellt företag överträtt gällande regler och bestämmelser.
- II. Vid mindre allvarliga överträdelser kan ingripandet ske genom att FI utfärdar ett föreläggande, ett förbud att verkställa ett visst beslut eller meddelar en anmärkning.
- III. Vid allvarligare överträdelser ska tillståndet återkallas eller om det är tillräckligt varning meddelas.
- IV. FI ges också en explicit rätt att inte ingripa om överträdelsen är ringa, om institutet gör rättelse eller om någon annan myndighet vidtagit åtgärder mot institutet.
- V. FI ska vidare återkalla ett tillstånd om någon som ingår i institutets ledning bedöms som olämplig av inspektionen.
- VI. FI ska också kunna återkalla tillstånd av administrativa skäl såsom att verksamheten inte kommit igång, överlåtits till någon m.m.
- VII. Anmärkning och varning ska kunna kombineras med att en straffavgift tas ut som får uppgå till som lägst 5,000 kronor och som mest 50 miljoner kronor eller 10 procent av företagets omsättning. Denna avgift tillfaller staten.

¹² Se 15 kap, §§1-9, Lag om bank- och finansieringsrörelse. Snarlika bestämmelser finns i försäkringsrörelselagen, lagen om värdepappersmarknaden och lagen om investeringsfonder. Se också Bet 2003/04:FiU15 med förarbetena SOU 1998:160, Ds 2002:5 och Prop 2002/03:139. Lagen trädde ikraft den 1 juli 2004.

Rörelselagarna anger FI:s formella mandat men tillsynens konkreta inriktning ges av FI:s instruktion, Förordning (2009:93). I dess andra paragraf stipuleras att det övergripande målet för tillsynen är ett finansiellt system präglad av stabilitet, högt förtroende och ett gott konsumentskydd.¹³

Hur målen ska uppnås utvecklas därefter i de årliga regleringsbrev. Här blandas stort och smått. Inför budgetåret 2006 fick FI exempelvis som uppgift att prioritera tillsynen av finansiella tjänster; är produkterna tillräckligt väl genomlysta, är villkoren rättvist beskrivna och kommer företagens åtaganden gentemot kunderna att kunna uppfyllas m.m. Inför 2010 fick FI i uppgift att verka för att en privatekonomisk utbildning initierades och på senare år att övervaka så att ingen könsdiskriminering förekommer i försäkringsavtal. FI ska också redovisa hur Europeiska Kommissions rekommendationer om ersättningspolicy inom finanssektorn genomförts. Inför budgetåret 2013 begär regeringen att FI ska övervaka bankernas räntesättning och räntemarginaler.

Däremot finner man i regleringsbrev inget om de mest centrala aspekterna på tillsynen - rättssäkerhet och effektivitet. Att dessa dimensioner saknas är förvånande mot bakgrund av FI:s vidsträckta befogenheter. Också den omständigheten att myndigheten fått kraftigt höjda anslag – en ökning från ca 174 till 417 miljoner kronor under åren 2004-2014 – motiverar ett ökat fokus på effektivitetstänkandet.¹⁴

För att undersöka hur myndigheten använt de redskap som ställts till dess förfogande har samtliga sanktioner FI beslutat om under perioden 2004-01-01 till 2014-08-01 analyserats.¹⁵ Sammanlagt gjordes 93 ingripanden. Denna siffra inkluderar inte rena formaliabeslut såsom att återkalla tillstånd hos ett företag som gått i konkurs eller inte bedrivit någon verksamhet alls. Inte heller inkluderas FI:s sanktioner mot de 30 försäkringsmäklare som gjordes 2007 därför att dessa riktades mot enskilda individer och inte mot företag.¹⁶ I det fall flera sanktioner utdelats mot samma företag i samma ärende har det här räknats som bara ett ingripande.¹⁷

Under den aktuella perioden återkallades 24 tillstånd. 28 varningar, 34 anmärkningar och 7 förelägganden meddelades och 332 miljoner kronor togs ut som straffavgift. Hur ingripandena fördelat sig på enskilda år framgår av tabell 1. Högst

¹³ Mera konkret ansvarar FI för tillsyn, regelgivning och tillståndsprövning som rör finansiella företag och finansiella marknader och samordning av de åtgärder som behövs mot penningtvätt och finansiering av terrorism. Från och med 2013 fick FI också ansvaret för bevakningen av den finansiella stabiliteten.

¹⁴ Se Prop 2013/14:01, utgiftsområde 2.

¹⁵ Lagen trädde visserligen inte i kraft förrän den 1 juni 2004 men propositionen lämnades till riksdagen redan i juni 2003 och beslutades av en i stort sett enig riksdag. Det är därför rimligt att föreställa sig att myndigheten redan då anpassade sig till de nya reglerna. Den 1 augusti 2014 infördes delvis nya regler varför denna dag har valts som slutdag för granskningen.

¹⁶ Av dessa fick 8 mäklare varning och straffavgift, 2 enbart varning, 11 anmärkning utan straffavgift och 9 ett föreläggande. Ingen försäkringsmäklare fick sitt tillstånd återkallat.

¹⁷ I Pålsson (2015) visas vilka företag som varit föremål för sanktion.

var aktiviteten 2011 men också under 2008 var aktiviteten hög hos myndigheten då inte mindre än fyra tillstånd återkallades.

Tabell 1.

Finansinspektionens ingripanden 2004-2014

Ar	Återkallade tillstånd	varning	anmärkning	föreläggande	straffavgift, totalt miljoner SEK
2004	3	0	2	0	2
2005	2	3	1	0	0
2006	3	1	0	4	0
2007	1	2	1	1	51,5
2008	4	8	2	0	84,7
2009	1	0	4	1	7,9
2010	1	2	3	0	4,5
2011	2	6	12	0	62,3
2012	3	3	3	1	20,6
2013	1	3	5	0	88,4
2014	3	0	1	0	10
Totalt	24	28	34	7	331,8

Källa: <http://www.fi.se/Sanktioner/Finansiella-foretag>

Återkallelse av tillstånd och äganderätten

FI:s relativt frekventa användning av återkallelsestraffet är förvånande och stämmer dåligt med regeringens prognos om att *”återkallelse även i framtiden kan antas bli en sättsynt åtgärd”*.¹⁸ Den väcker också frågor ur ett äganderättsligt perspektiv.

Den kränkning av äganderätten som mest uppmärksammas - ekonomiskt och politiskt - är expropriation. Reglerna för när det får ske återfinns i regeringsformens andra kapitel och är numera förhållandevis stränga.¹⁹ Men äganderätten kan också urholkas genom att användningen av en tillgång begränsas som följd av lagstiftning eller myndighetsbeslut. Skydd för detta slags intrång i äganderätten saknas i svensk rättstradition eller är inte alls lika långtgående som de som gäller för expropriation.²⁰

¹⁸ Se Prop 2002/03:139, sid 383.

¹⁹ Expropriation får bara ske om det finns ett uttalat allmänt intresse för ingripandet och ersättning ska då utgå (RF, 2 kap, 15§). Ersättningen ska motsvara marknadsvärdet med ett påslag om 25 procent och värderingen ska baseras på förväntningsvärdena dvs det värde som tillgången förväntas få med den alternativa användningen. Se Prop 2009/10:162 och Bet 2009/10:CU21.

²⁰ Sådana ingrepp går under benämningen rådgivningsinskränkning och visst skydd mot sådana infördes 2010. Se exempelvis en färsk dom från Högsta Domstolen (Mål nr T 5628-12). Alla ingripanden

Inom den rättsekonomiska teoribildningen jämföras emellertid detta slags ingripanden (regulatory takings) med expropriation (taking).²¹ Men analytiskt kan en ”regulatory taking” inte behandlas på samma sätt som en ”taking”. Det ekonomiska argumentet bakom en ”taking” är att tillgången med den nya ägaren ges en effektivare användning och därmed får ett högre värde.

En regulatory taking leder däremot inte till en överföring av ägandet och med det ett ökat värde utan innebär istället att användningen av tillgången begränsas. Men även då kan en ekonomisk vinst uppstå. Så är fallet om ingreppet leder till att de negativa effekter som var förknippade med användningen före ingreppet minskar.

Men kan ”återkallelse av tillstånd” jämföras med en expropriation och därmed berättiga till ett äganderättsligt skydd? I Warnling-Nerep (2010) utvecklas detta enligt följande:

”När förekomsten av ett tillstånd utgör själva grunden för verksamheten, vilket ofta är fallet på så sätt att verksamheten inte får bedrivas utan att den har godkänts av en viss myndighet, kan åtgärden att återkalla tillståndet betraktas som ett ingrepp i äganderätten. Tillåtligheten i åtgärden skall i så fall bedömas enligt Europakonventionens första tilläggsprotokoll artikel 1 om egendomsskyddet. Det avgörande blir då om det finns ett legitimt allmänt intresse att verksamheten upphör och åtgärden är proportionerlig, eljest kan ett återkallat tillstånd utgöra en kränkning av konventionsskyddet”. (sid 111)

Juristernas svar är alltså ja och villkoret för att ett sådant beslut får ske är att det finns ett legitimt intresse av åtgärden. Rättsekonomernas fokusering på negativa externaliteter har därmed sin motsvarighet i juristernas formulering om ”allmänt legitimt intresse”.

Ur äganderättsligt perspektiv blir uppgiften att granska vilket legitimt allmänt intresse det finns av att FI återkallar ett tillstånd. Av lagtexten eller dess förarbeten framgår inte hur lagstiftarna sett på denna aspekt men förordningens formulering om att tillsynen är till för att främja finansiell stabilitet och ett gott konsumentskydd kan tolkas som vilka externa effekter lagstiftarna uppmärksammat.

Logiken blir då följande. När ett tillstånd återkallas kan det berörda företaget inte fortsätta att bryta mot reglerna. Andra företag lär sig på så sätt vilka överträdelse som

ersätts emellertid inte utan för de som görs av hälsoskydds-, miljöskydds- eller säkerhetsskäl gäller andra regler.

²¹ En regulatory taking är bara motiverad om den ökar den ekonomiska effektiviteten. Därutöver måste kompensation utgå ty i annat fall blir följden överreglering. Se exempelvis Miceli och Segerson (1994), Blume och Rubinfeld (1984), Fischel (1995), Epstein (1998) och Riddiough (1997).

inte tolereras och som därmed bör undvikas. I båda fallen förväntas effekten bli en ökad finansiell stabilitet och ett förbättrat konsumentskydd.

För att uppnå detta krävs emellertid att de överträdelser som inte tolereras av myndigheten tydligt klarläggs. Vaga formuleringar om att ”åtgärder inte vidtagits i tillräcklig grad” räcker inte utan ingripandets handlingsdirigerande effekt förutsätter att det råder klarhet i vari bristerna består. Ur rättssäkerhetssynpunkt är det också viktigt att samma överträdelse möts av samma sanktion. I annat fall lämnas de enskilda företagen i okunnighet om vad som bör undvikas.

Företagsstorlek och val av sanktion

Ytterligare förutsättningar för att tillsynen ska reducera de negativa externaliteterna är att den riktas mot företag vars verksamhet utgör en systemrisk, dvs de stora bolagen, och mot regelöverträdelser som är centrala ur stabilitetshänseende. För att undersöka hur det har förhållit sig med detta har FI:s samtliga ingripanden under den aktuella perioden analyserats. Två dimensioner har särskilt granskats: har ingripandena riktats mot företag som är viktiga för den finansiella stabiliteten och har de gjorts mot de överträdelser som är viktiga för denna?

För att besvara den första frågan har materialet delats in efter tillsynsobjektens storlek. Dessvärre saknas entydiga regler för hur detta ska gå till; ska företagens storlek mätas som antalet anställda, storleken på balansomslutning, de totala intäkterna m.m.? Och ska ett bolag som ingår i en större koncern mätas efter koncernens storlek eller efter sin egen?

Mot bakgrund av dessa svårigheter har jag nöjt mig med att dela in företagen i tre grupper: stora, medelstora och små företag där antalet anställda använts som indelningsgrund. I de fall det inte har gått att få fram uppgift på detta, har rörelseintäkterna använts som en proxy-variabel på antalet anställda. Vidare har bolaget mätts efter sin egen storlek och inte efter koncernens, i den mån bolaget ingår i en sådan.

Små företag har definierats som de med mindre än 50 anställda, medelstora som de med mer än 50 anställda och mindre än 1,000 och stora med mer än 1,000 anställda. I tabell 2 anges antalet ingripanden, vilken karaktär det haft och den sammanlagda straffavgiften som myndigheten beslutat om för varje storleksgrupp. I uppställningen ingår inte förelägganden. Som synes har flest ingripande gjorts mot små företag och minst antal mot de stora. Hur detta ska tolkas i termer av representativitet är dock inte klart.

Totalt står ca 2,800 företag under FI:s tillsyn.²² I gruppen stora bolag ingår de fyra storbankerna och de största försäkringsbolagen och bolåneinstitutet - tillsammans ett

²² Se SOU 2013:6

tiotal bolag eller några promille av samtliga bolag. Bland de bolag som varit föremål för ett ingripande motsvarar de dock 12 procent vilket talar för att de stora bolagen är överrepresenterade. Mot detta kan dock argumenteras att de stora bolagens verksamhet omsättningsmässigt motsvarar 80 procent av marknadens. Ur det perspektivet kan det därför vara naturligt att FI riktar fler sanktioner mot de stora bolagen och att siffrorna här snarare antyder att de är underrepresenterade.

I två avseenden avviker dock de stora bolagen. Det första gäller sanktionsavgiften. Den genomsnittliga avgiften, mätt som kronor räknat per ingripande, var visserligen lägst i gruppen små bolag men mätt i relation till bolagens omsättning var den ojämförligt lägst i gruppen stora bolag. Omsättningen hos de stora bolagen ligger på tiotals miljarder kronor varför den genomsnittliga straffavgiften i denna grupp motsvarar knappt en tiondels promille av omsättningen. För små bolag torde omsättningen knappast överstiga 100 miljoner varför den genomsnittliga straffavgiften i den gruppen motsvarar procent av omsättningen, dvs 100 gånger större än den som påförts de stora bolagen.²³

Den andra avvikelserna märks i valet av sanktion. Av tabell 2 framgår att FI enbart tillgripit sanktionen ”anmärkning” mot de stora bolagen. Den vanligaste sanktionen mot de små och medelstora bolagen har varit återkallelse av tillstånd och varning.

I vad mån dessa iakttagelser ska tolkas såsom att stora bolag generellt har lättare att följa rörelsereglerna eller att FI bedömt deras överträdelse som mindre allvarliga än de som gjorts av de små och medelstora bolagen går inte att uttala sig om eftersom det är FI självt som avgör när en överträdelse är allvarlig. I denna bedömning har FI visserligen att förhålla sig till väsentlighet och risk men några objektiva kriterier på hur dessa begrepp ska mätas ges inte av lagen eller av dess förarbeten.

Tabell 2.

FI:s ingripande 2004-2014 fördelade för institutens storlek.

Storleks-grupp	Antal ingripande	Återkallelse	Varning	Anmärkning	Straffavgift, miljoner SEK totalt	per ingripande
Stora	10	0	0	10	54	5,4
Medel	32	6	12	14	230	7,2
Små	44	18	16	10	48	1,1
Totalt	86	24	28	34	332	

Källa: <http://www.fi.se/Sanktioner/Finansiella-foretag> och egna beräkningar

²³ Värt att notera är att FI under den aktuella perioden inte utnyttjade möjligheten att ta ut den maximala straffavgiften av de stora bolagen.

Hur har besluten motiverats?

Eftersom återkallande av tillstånd kan ses som en kränkning av egendomsrätten blir FI:s motivering av fundamental betydelse: fanns det ett legitimt allmänt intresse av att företaget upphörde med sin verksamhet? För att undersöka detta har de motiv FI anfört för att återkalla tillstånd granskats. Inledningsvis kan konstateras att FI regelmässigt pekat på flera regelöverträdelser och att dessa inte graderats mot varandra. Av beslutsunderlaget går det alltså inte att fastställa vilken överträdelse som var den allvarligaste.

I sex fall motiverades ingripandet av att kundskyddet inte beaktats. I fem fall hade företaget utfört tjänster som det inte haft tillstånd för; fungerat som förvaringsinstitut, tagit emot teckningsanmälan vid mindre emissioner, bedrivit handel för egen räkning och gjort otillåtna internttransaktioner. I sex fall slog FI ner på att bolaget inte informerat FI i tillräcklig grad om exempelvis organisatoriska förändringar, förekomsten av uppdragsavtal, ägarförändringar etc. I tre fall riktade FI in kritiken på att bolaget inte haft tillräckliga kontrollsystem för att hindra penningtvätt och finansiering av terrorism.

Bara i åtta fall kritiserade FI bolaget för att ha överträtt de centrala reglerna för den finansiella stabiliteten – reglerna för kapitaltäckning och skuldtäckning. I ett av fallen handlade det dock inte om att företaget misslyckats med att klara det lagstadgade kravet på kapitaltäckning utan haft svårt att göra det. Men eftersom företaget inte klarat FI:s eget krav ansågs det ändå som tillräckligt för att återkalla tillståndet.

Dessa överträdelser kan knytas till relativt väl definierade lagregler. Ur det perspektivet kan det vara motiverat att återkalla ett tillstånd. Detta gäller däremot inte den överträdelse som Finansinspektionen åberopat flest gånger - brister i den interna styrningen och kontrollen. I inte mindre än i 15 fall pekar FI på sådana brister, men exakt vari bristerna bestod framgår inte av beslutsunderlagen.

I gällande rörelselagar stadgas att den interna kontrollen ska vara tillfredsställande. Vilken nivå på kontrollen som uppfyller kravet ges inte, utan det får FI avgöra. Vad som krävs av bolagen ges emellertid inte i de föreskrifter FI tagit fram för den aktuella perioden utan av de råd som FI upprättat.²⁴ Men också de innehåller oprecisa formuleringar såsom adekvat, relevant, tillfredsställande.

I den årliga tillsynsrapporten för 2012 meddelas att det inte räcker att de normala kontrollfunktionerna finns på plats och försetts med de nödvändiga instruktionerna, bemanningen måste också vara kompetent och styrelsen måste förse med regelbunden information från kontrollfunktionerna. Dessa formuleringar väcker frågor om vad som är ”kompetent” och vad som bestämmer om informationen är ”regelbunden”.

²⁴ Se Finansinspektionens författningssamling, FFFS 1999:12 och FFFS 2005:1. Från och med den 1 april 2014 gäller strängare regler, FFFS 2014:30.

Mer problematiskt är att råden inte är rättsligt bindande. Detta har dock inte hindrat FI från att hänvisa till dessa i sina beslut. FI försvarar sitt ställningstagande med följande:²⁵

”Allmänna råd visar hur FI anser att ett företag kan göra för att uppfylla vad som förväntas av det. Företaget kan välja en annan metod för att uppnå samma syfte. Men om utgångspunkten är att det finns en övergripande lagregel som sådana allmänna råd syftar till att precisera och FI anser att företagets alternativa handlande inte ger det önskade resultatet kan det tänkas att FI anser att företaget i själva verket brutit mot lagregeln och att ett ingripande därför är nödvändigt. Om FI:s beslut om ingripande överklagas är det domstol som ytterst avgör vad som krävs för efterlevnaden av lagregeln.”

FI lämnar inte heller något förhandsbesked om vad som krävs för att den interna kontrollen ska betraktas ”tillräcklig”. Detta motiverar FI på följande sätt:²⁶

”En fråga som ofta återkommer är om FI kan lämna bindande förhandsbesked. Det kan gälla frågan om det är nödvändigt med tillstånd för att bedriva en viss sorts verksamhet som inte fullt ut stämmer överens med vedertagna verksamheter eller frågor från företag som har tillstånd om ett visst agerande är tillåtet inom regelverket eller inte. Svaret är att FI i dagsläget inte kan lämna bindande förhandsbesked i någon annan fråga än om en planerad verksamhet kräver tillstånd enligt försäkringsrörelselagen. För att en myndighet ska kunna lämna bindande förhandsbesked krävs uttryckliga regler om detta.”

Utan kännedom om vilka kontrollinstrument FI anser måste finnas på plats lämnas företaget åt att göra en egen bedömning om vad som är tillräckligt. En uppgift som är svår i sig men som försvaras ytterligare av att myndigheten och de enskilda bolagen har olika utgångspunkt i denna fråga.

Tolkningen av FI:s argumentation är att FI eftersträvar en nivå på den interna kontrollen så att fel aldrig uppstår. Företagets val av intern kontroll görs emellertid utifrån ett ekonomiskt perspektiv. Kontrollen är till för att företaget ska undvika

²⁵ Se FI:s årliga tillsrappport 2010.

²⁶ Ibid.

kostnaden för skador som uppstått som följd av slarv, dålig organisation etc. Vad som är en företagsekonomiskt optimal kontrollnivå bygger på en jämförelse av kostnaden för att undvika skada och den förväntade intäkten av att skada undviks. Den grundar sig på kalkylerade risker och syftar aldrig till att nå en sådan nivå att all risk eliminerats. Tvärtom, med den ekonomiska logiken accepterar företaget att fel kan uppstå och är berett att ta kostnaden för dessa.²⁷ Att skada inträffat behöver därför inte vara en följd av att den interna kontrollen varit bristfällig utan av det kalkylerade risktagandet och den oförutsägbara framtiden.

Varning eller indraget tillstånd - företagets egna åtgärder

52 överträdelser som klassificerades som allvarliga. Av dessa slutade 24 med att tillståndet återkallades och 28 i en varning. Reglerna är här sådana att FI inte måste återkalla ett tillstånd vid en allvarlig överträdelse utan kan nöja sig med att varna bolaget. Av lagens förarbeten framgår att varning bör ”kunna tillgripas när förutsättningarna för återkallelse i och för sig föreligger men varning i det särskilda fallet framstår som en tillräcklig åtgärd. Omständigheterna som kan göra att en varning framstår som tillräckligt kan vara att institutet inte kan befaras upprepa överträdelsen och att prognosen för institutet därför är god eller att man från institutets sida inte förstod bättre när överträdelsen skedde.”²⁸

Den faktor som enligt lagens förarbeten ska vara avgörande för val av ingripande är alltså bolagets framtid. Av beslutsunderlagen att döma har FI emellertid inte alls berört denna aspekt, utan myndighetens fokus har varit på de åtgärder som bolaget vidtagit för att komma till rätta med bristerna.

Genomgående har vidtagna åtgärder bedömts mera positivt hos de företag som meddelades en varning. FI argumenterar i beslutsunderlagen i termer av att företagen förstått bristerna, har vidtagit åtgärder innan FI påtalat problemen, har tagit hjälp utifrån etc.

De 24 företag som fick sina tillstånd återkallade beskrivs i detta avseende mera negativt. Vidtagna åtgärder har kommit för sent, inte varit tillräckliga, gjorts utan insikt om problemen, gjorts först efter det att FI uppmärksammat bristerna eller varit otillräcklig i något annat avseende.²⁹ Vilka åtgärder som skulle varit tillräckliga framgår inte av beslutsunderlaget lika lite som om FI meddelat företaget vilka åtgärder

²⁷ Detta synsätt är effekt ur ekonomiskt perspektiv när den optimala nivån på preventiva åtgärder ska fastställas och liknar den rättsekonomiska bedömningen av vårdslöshet. Se exempelvis Harrison Theeuwes (2008).

²⁸ Se Prop 2002/03:139, sid 383.

²⁹ Två bolag valde att inte alls vidta några åtgärder därför att de inte ansåg att de gjort några fel. Det ena bolaget överklagade FI:s beslut till Länsrätten som senare ändrade det till en varning.

det måst vidta för att dessa skulle ha bedömts som tillräckliga. I två fall får man intrycket att FI inte tror att företaget vidtagit några åtgärder. Detta märks av att FI uttrycker sig i termer av åtgärder som ”företaget anger sig ha vidtagit.”³⁰

Ibland räcker det inte att företaget vidtagit, vad som kan uppfattas som tillräckliga åtgärder. Tillståndet återkallas ändå. I dessa fall motiverar FI sitt beslut med allmänprevention. Sålunda motiverade FI 2010 sitt beslut att återkalla HQ Banks tillstånd på följande sätt:

”Detta gäller trots de åtgärder som banken vidtagit för att komma tillrätta med bristerna. En annan bedömning skulle medföra att banker, genom medvetet eller vårdslöst risktagande, kan riskera systemstabiliteten och borgenärens fordringar utan annan sanktion än en varning förenad med en straffavgift. Det kan leda till en höjd risknivå i det finansiella systemet, en utveckling som lagen om bank- och finansieringsrörelse är avsedd att motverka.”

Samma argumentation använder FI när Skandinavisk Kapitalförvaltning 2014 fick sitt tillstånd återkallat. Av beslutsunderlaget framgår att bolaget hade vidtagit åtgärder för att rätta till felaktigheterna och att tillståndet återkallades ”trots de åtgärder som vidtagits av bolaget för att rätta till bristerna.” Förklaringen ges i det sista stycket:

”En annan bedömning skulle medföra att en försäkringsförmedlare skulle kunna bryta mot mest centrala delarna av lagstiftningen, och utsätta sina kunder för mycket stora risker, utan att annan påföljd än en varning förenad med en straffavgift. Detta skulle, enligt Finansinspektionens mening, riskera att undergräva syftet med kundskyddsreglerna.”

I lagens förarbeten ges dock inget stöd för att allmänprevention utgör grund för att återkalla ett tillstånd utan det är överträdelsens allvarlighet som ska bestämma påföljden och i valet mellan varning och återkallelse är det den framtida prognosen för företagen som ska vara avgörande.³¹

³⁰ De två företagen som här avses är Fundior Finans och Nordisk Kapitalförvaltning.

³¹ Se Stattin (2010-11).

Förutsägbarhet och likabehandling

Under åren 2011-2013 genomförde FI en granskning av konsumentskyddet. Särskilt uppmärksamhet ägnades frågan om finansiell rådgivning. Sammanlagt 12 bolag blev föremål för sanktion. Kritiken bestod i att företagen inte i tillräcklig grad inhämtat information om kundernas situation och därför inte gjort råden tillräckligt individanpassade. De hade heller inte dokumenterats i tillräcklig grad. Bolaget hade därmed åsidosatt god försäkringssed. FI kritiserade också bolagen för att inte ha haft rätt kompetens hos sina medarbetare.

Trots att bolagen överträtt samma bestämmelser valde FI olika påföljd. Fem bolag fick sina tillstånd återkallade. Två bolag meddelades anmärkning och fem varning. Den beslutade straffavgiften sträcker sig från 180,000 till 6 miljoner SEK. Detta visas i tabell 3.

Valet av sanktion kan givetvis ha föranletts av andra brister än de som är relaterade till kundskyddet men det var dessa som FI framhävde i sina beslut. Det som avgjorde om ingripandet slutade med en varning eller med ett återkallat tillstånd måste därför ha varit FI:s bedömning av bolagets åtgärder som uppenbarligen bedömts som mera trovärdiga hos de företag som bara meddelades en varning.

Tabell 3.

Finansinspektionens val av påföljd för att ha överträtt kundskyddsreglerna

Bolag	Sanktion	Straffavgift
Sörmlands Sparbank	återkallat tillstånd	
Skandinavisk Kapitalförvaltning	återkallat tillstånd	
Försäkria Finansrådgivning	anmärkning	750,000 SEK
Mangold Fondkommission	varning	6 miljoner SEK
Larsson & Partners Asset Management	anmärkning	150,000 SEK
Global Invest Finansförmedling	varning	1,5 miljoner SEK
Consilato	varning	180,000 SEK
Devise Capital	varning	2,25 miljoner SEK
Fundior Finans och Försäkring	återkallat tillstånd	
Nordisk kapitalförvaltning	återkallat tillstånd	
Maxima Finans & Försäkringsmäklare	varning	400,000 SEK
Svensk Kapitalservice & Rådgivning	återkallat tillstånd	

Not: Beslutet rörande Sörmlands Sparbank avser enbart rätten att bedriva värdepappersrörelse och inte bankrörelsetillståndet per se.

Källa: <http://www.fi.se/Sanktioner/Finansiella-foretag-och-egna-berakningar>

Ett annat exempel på variationen i bedömningen gäller valet av straffavgift. 54 gånger har FI beslutat att ta ut en sådan. Tre gånger har FI beslutat om den maximala avgiften: 2007 när Carnegie Bank varnades och 2008 och 2013 när Forex varnades. För det mesta är dock straffavgiften låg.³² Följande två konkreta granskningsuppdrag illustrerar detta.

Under 2011 undersökte FI hur företagen anpassat sig till reglerna om ersättningar till höga befattningshavare. FI ingrep mot sex bolag och samtliga meddelades anmärkning och straffavgift. Variationen i straffavgiften var dock stor vilket FI motiverade med att såväl överträdelsens allvarlighet som bolagets nettoomsättning skulle vara bestämmande för straffavgiftens storlek.

Uppgifterna i tabell 4 ger dock inget stöd för att FI konsekvent tillämpade detta synsätt. Den straffavgift som storbanken Nordea påfördes var mer än 100 gånger lägre - *relaterat till företagets omsättning* - än den som beslutades för de två mindre bolagen – Garantum och East Capital.

Samma mönster framkommer när FI bedömde överträdelser av bestämmelserna om inrapportering av gjorda transaktioner. Tre ingripanden gjordes under åren 2004-2014 och påföljden blev för alla bolag anmärkning plus straffavgift. Den strängaste påföljden fick de små bolagen vidkännas och skillnaden är på nytt en faktor 100. Detta visas också i tabell 4.

Tabell 4.

Straffavgift vid överträdelse av FI:s regler om ersättningar

Överträdelser av ersättningsreglerna:	Miljoner SEK	promille av omsättningen
Bolag:		
Garantum	1,1	8
Aktieansvar	0,4	3
East Capital Asset Management	1,5	2
East Capital	2,3	8
Nordea Bank	3,0	0,06
Nordea Investment Management	3,0	1
Överträdelser av rapporteringsbestämmelserna:		
Bolag:		
ABG Sundal	0,9	3
SEB	2,5	0,08
Credit Agricole	1	7

Källa: <http://www.fi.se/Sanktioner/Finansiella-foretag-och-egna-berakningar>

³² Detta gäller särskilt de stora bolagen och när avgiften relateras till bolagets omsättning. Mot bakgrund av att FI inte utnyttjat möjligheten att ta ut 50 miljoner kronor i straffavgift av de stora bankerna kan det synas egendomligt att myndigheten begärt en höjning av maxnivån till 500 miljoner kronor. Se Finansinspektionen, tillsynsrapport 2011.

Överklagade beslut

Drygt 20 procent av de beslut FI fattade under perioden 2004-2014 har överklagats.³³ Med tanke på beslutens ingripande karaktär hade man kunnat förvänta sig en högre siffra. Att så ändå inte var fallet kan ha dock en logisk förklaring: det ekonomiska utfallet av att överklaga är för litet. Mot kostnader som kan vara höga ska ställas intäkter som inte bara ofta är rätt låga utan därtill osäkra.

Kostnaderna för att driva en process mot FI består dels av de juridiskt/administrativa dels av den ”bad will” som följer av hög medial uppmärksamhet - särskilt i det fall bolaget förlorar. Därtill kan företaget uppleva att det finns en risk för att FI ”straffar det” om det överklagar ett sanktionsbeslut genom att fortsättningsvis tillämpa strängare krav på det.

Intäkterna består av det ekonomiska värdet av ett ändrat sanktionsbeslut. Det säger sig självt att det är lågt om det bara rör sig om en varning eller anmärkning. Annorlunda förhåller det sig om sanktionen avser en hög straffavgift eller ett återkallat tillstånd.

Centralt för kalkylen är hur bevisbördan fördelats mellan parterna. I detta avseende är de svenska reglerna till myndighetens fördel ty bevisbördan är i praktiken omvänd. Tillsynsobjektets rättigheter utgörs av en rätt att i efterhand försvara sig mot påstådda överträdelser - inte en rätt att innan beslutet fattas få sin sak prövad av en opartisk instans. Med det försätts företaget i en långt mycket svagare position än om ordningen varit den omvända – dvs den att det är FI som ska bevisa att fel begåtts.

I samma riktning verkar de oprecisa grunder FI motiverar sina beslut med. Det är svårt för ett företag att försvara sig mot påståendet att den interna kontrollen varit för dålig när det saknas en exakt och i förväg fastställd nivå för den.

Slutligen bör påpekas att bolaget inte kan räkna med något betydande skadestånd i händelse av framgång. De svenska reglerna för dessa är nämligen restriktiva. Att en myndighet gjort en felaktig bedömning i en fråga med utrymme för skönsmässig behandling räcker inte för skadestånd utan för detta krävs att myndigheten förbiset en bestämmelse eller gjort en uppenbart oriktig bedömning.³⁴

Hälften av överklagandena har syftat till att få beslut om återkallande av tillstånd undanröjt och hälften gäller missnöje med straffavgiften. Bara i fyra fall ändrades FI:s beslut. I samtliga fall inträffade detta i början av undersökningsperioden. I två fall ansåg kammarrätten, till skillnad från FI, att företaget hade vidtagit tillräckliga åtgärder för att en varning skulle vara tillräcklig.

De två andra fallen är intressanta så tillvida att här yrkar FI själv på en ändring av sina egna tidigare fattade beslut.³⁵ I ett yttrande vidhåller FI att det tidigare beslutet

³³ För en närmare beskrivning se Pålsson (2015).

³⁴ Enligt beslut från JK, se beslut 2014-03-27

³⁵ Fallet rör Stockholm Corporate Finance, Se LR mål nr 19720-08.

var korrekt och för därefter ett resonemang om de åtgärder som bolaget vidtog efter återkallelsebeslutet:³⁶

”På eget initiativ har bolaget begärt att få ha två möten med FI under sommaren där bolaget har presenterat dels planerade ändringar och dels genomförda ändringar av verksamheten. Bolaget har därmed visat att det har förstått hur allvarliga bristerna har varit och de åtgärder som bolaget har vidtagit är adekvata och såvitt FI kan bedöma tillräckliga”

För att avsluta sin bedömning med följande:

”Mot bakgrund av det omfattande förändringsarbete som bolaget genomfört under sommaren anser FI att det numera finns förutsättningar för bolaget att driva värdepappersrörelse i enlighet med regelverket. FI:s beslut om återkallelse bör därför ändras till en varning”.

FI:s argumentation är närmast identiskt i det andra fallet vilket framgår av följande:³⁷

”Finansinspektionens beslut av den 1 oktober 2008 var riktigt [...]. Sedan beslutet fattades har emellertid situationen förändrats på ett sätt som ger Finansinspektionen anledning att nu göra en annan bedömning i fråga om det är möjligt för bolaget att fortsättningsvis driva en tillståndspliktig verksamhet.”

För att avsluta sin inlaga med följande:

”Finansinspektionen finner nu att det finns skäl att tro att bolaget i fortsättningen har förutsättningar att driva en tillståndspliktig verksamhet och medverka i tillsynen. I ett sådant läge bör därför den tidigare meddelade återkallelsen ersättas med en varning förenad med straffavgift.”

I några avseenden väcker den rättsliga bedömningen frågor. Detta gäller exempelvis den materiella prövningen. Istället för att självständigt pröva de regelöverträdelser som FI påtalat nöjer domstolarna sig med att instämma i FI:s bedömning trots att det är just påståenden om otillräcklig kontroll, bristfällig ordning etc. och som det klagande

³⁶ Se <http://www.fi.se/Sanktioner/Finansiella-foretag>

³⁷ Fallet rör NGM. Se FI:s inlaga till Länsrätten i Stockholm, FI Dnr 08-9335.

företaget vill ha prövade. Hanteringen av Emotion Fonder illustrerar detta. Något resonemang om de påstådda bristerna görs inte av kammarrätten utan det korta beslutsunderlaget avslutas bara med följande konstaterande (mål nr KR 1288-05):

”Vad bolaget har anfört i kammarrätten och vad som i övrigt framkommit i målet föranleder inte kammarrätten att göra någon annan bedömning än den Finansinspektionen har gjort. Överklagandet avslås därför.”

En förklaring till den uteblivna bedömningen av den interna kontrollen ges i prövningen av Fundior Försäkring AB. I domen (mål nr FR 27488-12) anför förvaltningsrätten följande:

”Det förutsätts att den som får tillstånd att bedriva försäkringsförmedling och närallgande verksamhet väl känner till det regelverk som gäller för sådan verksamhet. En försäkringsförmedlare kan alltså inte förvänta sig att tillsynsmyndigheten, Finansinspektionen, i detalj ska ange hur verksamheten ska bedrivas.”

Också vad gäller straffavgiftens storlek saknas en tydlig linje. Domstolarna har nöjt sig med att hänvisa till FI:s bedömning istället för att göra en egen självständig prövning av straffavgiften i ett bredare perspektiv. Detta kan illustreras av MCM Placeringsrådet.³⁸ I sin inlägga till domstolen pekar bolaget på att SEB Trygg Liv gjorde sig skyldig till samma regelöverträdelse som MCM men bara påfördes en straffavgift på 1 promille av bolagets omsättning. Den relativa bördan för MCM uppgick däremot, enligt bolagets egna kalkyler, till ett mångdubbelt större belopp. Länsrätten kommenterar emellertid inte denna omständighet utan nöjer sig med att konstatera att

”den av Finansinspektionen meddelade avgiften straffavgiften om 700,000 [är] väl avvägd.”

Två företag fick inte alls sina ärenden prövade rättsligt trots att de överklagades. I ett fall hann företaget gå i konkurs innan ärendet nådde kammarrättens bord. Kammarrätten valde då att inte göra någon materiell prövning av frågan.³⁹ I ett annat

³⁸ Se FR 10995-08

³⁹ Ärendet gäller FI:s beslut att återkalla Custodias tillstånd se KR mål 3671-05 . När kammarrätten ställdes inför en liknande situation två år senare blev slutsatsen en annan. Ty då ansåg inte kammarrätten att tvångslikvidation - lika lite som konkurs — var ett skäl att inte pröva frågan. Detta ärende gällde E.N. Sak Försäkring.

fall ansågs den klagande inte vara berört av beslutet varför kammarrätten inte heller i det fallet prövade själva sakfrågan.⁴⁰

Genom att domstolarna i allt väsentligt avstått från prövning av tillsynens materiella innehåll, har inte den praxis bildats om vilka överträdelse som är godtagbara ur myndighetens synvinkel som lagstiftarna väntade sig. De företag som står under FI:s tillsyn blir därför även fortsättningsvis hänvisade till en situation präglad av betydande osäkerhet vad avser den närmare tolkningen av rörelsereglerna.

Slutord

Är FI en god institution i det ekonomiska paradigmet? Uppmuntrar den företag som står under dess tillsyn att vidta åtgärder som är positiva ur ett effektivitetshänseende? Blir den finansiella marknaden mera stabil, värnas konsumentskyddet och uppmuntras konkurrensen? Och är den rättssäker?

Det är frågor som måste analyseras noga dels för att den finansiella marknadens betydelse för den reala ekonomin är stor dels för att FI:s befogenheter är exceptionella. På egen hand och utan prövning av opartisk instans har inspektionen att bedöma om en överträdelse av lagen har gjorts, att föreslå åtgärd och att besluta om den. Här ingår också rätten att återkalla tillstånd, vilket av rättsvetarna jämförs med en kränkning av äganderätten.

En analys av FI:s ingripande under åren 2004-2014 indikerar emellertid att tillsynen varit förenad med brister. Det är för det första svårt att hävda att de formella ingripandena skedde utifrån vad som är väsentligt för den finansiella stabiliteten. Istället verkar de ha väglett av vilken konkret fråga FI just då sysselsatte sig med att granska på uppdrag av regeringen.

De straffavgifter som FI beslutat om synes för det andra ha träffat de små och medelstora bolagen hårdare än de stora. Straffavgiften kan vara mycket betungande för företagen men genom att relatera den till företagets storlek, som lagen tillåter, hade en mera likvärdig behandling kunnat uppnås. FI har dock valt att inte låta detta synsätt få genomslag i beslutsfattandet utan straffavgiften för de små och medelstora företagen har legat på en nivå som är 100 gånger högre än de som gäller för de stora bolagen mätt i relation till företagets omsättning.

De regelöverträdelser som motiverat ingripandet präglas för det tredje många gånger av brist på precision. Detta gäller inte minst den vanligaste överträdelsen – brister i den interna styrningen och kontrollen. Här har FI nöjt sig med att påtala att

⁴⁰ Ärendet gällde FI:s beslut att återkalla HQ Banks tillstånd. Moderbolaget HQ AB överklagade beslutet men ansågs inte vara berört av beslutet med argumentet att FI inte explicit nämnt HQ AB i beslutsunderlaget. Se KR mål nr 5438-10 och HFD mål nr 2039-11. Noterbart i sammanhanget är dock att rätten att överklaga FI:s beslut förts över på moderbolaget redan hösten 2010. Se Svea hovrätts beslut Ö 1217-14.

det finns brister utan att exakt ange vari bristerna består. Företagen har heller inte fått någon vägledning av FI vad som är en tillfredsställande intern kontroll eftersom myndigheten inte ger några förhandsbesked.

Olikheter i synen på de åtgärder som företagen vidtagit för att komma till rätta med problemen är för det fjärde slående. I myndighetens beslutsunderlag återfinns enbart formuleringar om att företagens åtgärder varit tillräckliga eller inte varit så. Någon precisering av vilka åtgärder som krävs för att de skulle ha varit tillräckliga har FI inte lämnat.

Värt att notera är också att beslut att återkalla tillstånd i två fall motiverades av allmänprevention. Men vare sig i lagen eller i dess förarbeten finns något resonemang om att allmänpreventiva skäl ska kunna användas som grund för att återkalla ett bolags tillstånd.

Det kan ställas ifråga om myndigheten levt upp till kravet på likabehandling. När FI ingrep mot överträdelse av reglerna för kundskyddet valdes olika påföljder; anmärkning, varning och återkallat tillstånd utan att det av beslutsunderlagen framgick varför samma överträdelse motiverade olika sanktioner.

En sista iakttagelse rör de processreglerna. Med den ofördelaktiga utformning de fått, har bara få beslut överklagats. Därmed har en praxis om vilka överträdelse som är allvariga inte kunnat utvecklas genom en regelrätt domstolsprövning.

Sammantaget leder detta till att den handlingsdiregerande effekten av FI:s beslut sannolikt är relativt svag ty företagen vet helt enkelt inte vad myndigheten kräver. Den ekonomiska kostnaden kan vara betydande då det generösa utrymmet för skönsässig bedömning tvingar företagen att investera mer i försiktighetsåtgärder än vad som är ekonomiskt försvarbart. Eftersom tillsynen mestadels verkar ha varit inriktad mot små bolag och mot överträdelse av regler som inte är viktiga för den finansiella stabiliteten kan det också ställas ifråga om tillsynen haft en mera negativ effekt på konkurrens än en positiv påverkan på den finansiella stabiliteten.

Det saknas uppenbarligen en hel del för att FI ska kunna få epitetet ”god institution”. Därför är det olyckligt att Finanskriskommittén, när den fick uppdraget, valde att inte granska FI:s roll som rättssäker och god institution.

Referenser

Blume, L och D L Rubenfield (1984), ”Compensation for Takings: An Economic Analysis”, *California Law Review*, vol 72:569, s 569-628.

Departementsserie 2002:5, Reformerade regler för bank- och försäkringsrörelse.

Epstein, R A (1998), ”Takings” i *Palgraves Dictionary of Economics and the Law*, MacMillan Reference Ltd.

Finansinspektionen (2010), Årlig tillsynsrapport.

- Finansinspektionen (2011), Årlig tillsynsrapport.
- Fischel, W (1995), *Regulatory Takings: Law, Economics and Politics*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Harrison, J., L och J Theeuwes (2008), *Law and Economics*, W.W Norton & Company Ltd, London.
- Kommittédirektiv 1995:86, Översyn av vissa rörelse- och tillsynsregler på bankområdet m.m.
- Kommittédirektiv 2011:6, Översyn av regelverket för hantering av finansiella kriser.
- Kommittédirektiv, 2012:81, Tilläggsdirektiv.
- Miceli, T, J och K Segerson (1994), "Regulatory Takings: When Should Compensation Be Paid?", *The Journal of Legal Studies*, vol XXIII, No 2 June, s 749-776.
- Pålsson, A-M (2015), "Finansinspektionens ingripanden 2004-2014", *Svensk Juristtidning*, nr 5, s 496-520.
- Riddiough, T (1997), "The Economic Consequences of Regulatory Taking Risk on Land Value and Development Activity", *Journal of Urban Economics*, vol 41, s 56-77.
- Regeringens proposition 2002/03:139, Reformerade regler för bank- och försäkringsrörelse.
- Regeringens proposition 2009/10:162, Ersättning vid expropriation.
- Regeringens proposition 2013/14:01, Budgetpropositionen för 2014.
- Riksdagens betänkande 2003/04:FiU15, Reformerade regler för bank- och försäkringsrörelse.
- Riksdagens betänkande 2009/10:CU21, Ersättning vid expropriation.
- SOU 1998:160, Regler för tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag.
- SOU 2013:6, Att förebygga och hantera kriser, Delbetänkande av Finanskriskommittén.
- Stattin, D (2010-2011), "Finansinspektionens rättstillämpning – några kritiska synpunkter utifrån HQ-fallet", *Juridisk Tidskrift*, nr 3, s 769-778.
- Warnling-Nerep, W (2009), "Finansinspektionens tillsyn i perspektiv av legalitet och legitimitet", *Förvaltningsrättslig Tidskrift*, häfte 3, s 389-427.

5 Vad är fel med penningpolitiken i Sverige?



Bengt Assarsson och Mikael Bask

Bengt Assarsson är docent i nationalekonomi vid Uppsala universitet. Han disputerade i Lund 1984 med Lars Jonung som handledare, Lars första doktorand. Assarsson har vid sidan om sin tjänst vid Uppsala universitet varit verksam vid Finansdepartementet, Riksbanken och är för närvarande vid Konjunkturinstitutet. Han har arbetat med konsumtionsforskning, inflation och makroekonomiska modeller för analys och prognoser.

Mikael Bask är universitetslektor i nationalekonomi vid Uppsala universitet, där han primärt forskar i makroekonomi. Han är docent i både nationalekonomi och finansiell ekonomi. Bask verkar även som forskare vid Örebro universitet.

Här analyserar vi i vilken grad och varför inflationen i Sverige har understigit det övergripande penningpolitiska målet om 2 procents inflation. Vi finner att avvikelsen är stor och systematisk genom att beräkna den *underliggande inflationen* som under 20 års tid aldrig nått upp till 2 procent. Sverige visar sig här avvika från andra länder som lyckats få inflationen att pendla kring målet. Vi finner också att målavvikelserna till stor del förklaras av 2-3 års allmänt känd makroekonomisk information. Det talar för att penningpolitiken förts på ett oskickligt sätt. Vi pekar på att det med en organisation med en direktion med 6 ledamöter blir svårt att utkräva ansvar.

Inledning

Vi har i några tidigare artiklar kritiserat penningpolitiken i Sverige för att under mycket lång tid ha uppvisat dålig måluppfyllelse.⁴¹ Riksbanken har svarat på denna kritik i en artikel av tre tjänstemän vid Riksbanken⁴² och i en annan artikel av två ledamöter i Riksbankens direktion.⁴³ I ett meningsutbyte på DN Debatt har vi framhållit att måluppfyllelsen varit dålig⁴⁴ medan Riksbanken ansett att en sådan synpunkt är oseriös.

Den mest uppmärksammade kritiken av penningpolitiken har förts fram inifrån Riksbanken av Lars E O Svensson, tidigare vice riksbankschef. Hans kritik går ut på att både inflationsmålet och reala mål, som arbetslösheten, kraftigt åsidosatts.⁴⁵ Svenssons analys och beräkningar har självfallet ifrågasatts av Riksbanken men även av t ex Andersson och Jonung som hävdar att penningpolitiken varit ”excellent” och att målavvikelserna, även när det gäller inflationen, varit små.⁴⁶ Analysen av penningpolitikens reala effekter faller till stor del tillbaka på att inflationen varit lägre än målet. Vi koncentrerar oss här på inflationen.

Vi fördjupar våra tidigare analyser och förklarar också därmed i vilken grad och varför penningpolitiken i Sverige 1995-2013 varit misslyckad.

Utgångspunkten för artikeln är att en väl fungerande penningpolitik bör bygga på

⁴¹ Se Assarsson (2011a, 2011b) och Assarsson och Bask (2012).

⁴² Se Andersson m fl (2012).

⁴³ Se Jansson och Wickman-Parak (2012).

⁴⁴ Se Assarsson och Bask (2014) och Jansson och Skinsley (2014a, 2014b).

⁴⁵ Se Svensson (2013b, 2014).

⁴⁶ Se Andersson och Jonung (2014).

- väldefinierade mål
- effektiva instrument
- kompetent analys
- effektiv beslutsordning
- noggrann oberoende utvärdering
- identifierat ansvar

Brister på en eller flera av dessa punkter kan bidra till att förklara en misslyckad politik. Vi börjar därför med att förklara vad vi menar med en väl fungerande politik och hur den svenska penningpolitiken avviker från den. Vi koncentrerar oss därefter på utvärdering av inflationsmålet, som är det centrala målet enligt riksbankslagen. Vi finner då att avvikelserna från målet har varit stora och systematiska. Vi kan inte finna att dessa avvikelser kompenseras av något annat, t ex att arbetslösheten varit lägre.⁴⁷ Eftersom det varit så under mycket lång tid, till skillnad från i andra länder, talar det mesta för att Riksbanken haft en slagsida mot alltför låg inflation och bortsett från eller feltolkat faktorer som kunde möjliggjort en bättre måluppfyllelse.

Penningpolitikens mål

Penningpolitikens mål är enligt riksbankslagen att åstadkomma ett stabilt penningvärde, vilket Riksbanken tolkat som 2 procents inflation i konsumentprisindex (KPI). I förarbetena till lagen anges också att Riksbanken kan ta hänsyn även till andra variabler ”i den mån det inte påverkar prisstabiliteten”. Riksbanken har ändå tolkat detta som att det finns en målkonflikt, såtillvida att man kan låta det ta lite längre tid innan inflationsmålet uppfylls och därmed uppnå mindre *variationer* i reala variabler som BNP eller arbetslöshet.⁴⁸

Från starten med inflationsmål 1993/94 fanns ett toleransintervall på ± 1 procentenhet som Riksbanken avskaffade 2010. Till skillnad från Andersson och Jonung (2014) anser inte vi att intervallet bör ges någon betydelse vid utvärdering av penningpolitiken.⁴⁹ Vad som bör anses vara små eller stora avvikelser bör inte Riksbanken utan oberoende utvärderare bestämma, vilket kan göras i efterhand och även bero på omständigheterna (se nedan). Man bör också koncentrera sig på att vid

⁴⁷ Det är ju snarare tvärtom eftersom, vid givna inflationsförväntningar, reallönerna blivit alltför höga och då ökat arbetslösheten. Penningpolitikens effekter på reala variabler behandlas inte här men det finns en omfattande diskussion i samband med Lars E O Svenssons kritik, se Svensson (2013b). Se även debattforumet Ekonomistas; www.ekonomistas.se.

⁴⁸ Se t ex Heikensten och Vredin (1998).

⁴⁹ Riksbanken bestämmer ju själv intervallet och kan om man vill göra det så stort att man så att säga aldrig misslyckas. Intervallet avskaffades av Riksbanken 2010, vilket kan tolkas som att även Riksbanken tyckte det var överflödigt.

utvärderingar försöka förklara målavvikelserna. Speciellt viktigt är detta om avvikelserna varit systematiska.

Även om Riksbanken bestämt att 2 procents inflation ska avse KPI (konsumentprisindex) har det då och då rått oklarhet om målet verkligen avsett KPI eller något annat närliggande mått, exempelvis den underliggande inflationen, UNDI_X, eller index med konstant ränta, KPIF.⁵⁰ Vår uppfattning är att det inte under några omständigheter får råda några oklarheter på denna punkt. Det finns endast en målvariabel för penningpolitiken i Sverige, det är KPI och utvärdering ska ske mot denna och endast denna variabel. Att Riksbanken i implementeringen av sin politik använder någon annan variabel (som UNDI_X, UNDI_{NHX}, KPI_X, KPIF eller något annat) som stöd eller indikator i politiken bör inte påverka utvärderingen av själva målavvikelsen. Om Riksbanken finner det lämpligare med någon annan målvariabel måste målformuleringen ändras, ex ante och inte ex post. Redan diskussioner om detta gör penningpolitiken otydlig och försvårar utvärderingar.

Målkonflikter

Principiellt kan man inte påverka mer än 1 oberoende målvariabel om man har tillgång till endast 1 medel. Det går dock att styra 2 (eller flera) variabler om de är korrelerade, t ex inflation och arbetslöshet vid efterfrågechocker. Om efterfrågan minskar faller inflationen (under målet) samtidigt som arbetslösheten ökar. En räntesänkning höjer inflationen (upp mot målet) samtidigt som arbetslösheten minskar. Vid utbudschocker kommer däremot centralbanken att ställas inför en målkonflikt, eftersom en ränteförändring då kommer att styra en av målvariablerna i fel riktning. Principiellt behöver därför beslutsfattaren ha lika många medel som man har mål.

I det fall en målkonflikt finns, som i fallet med utbudschocker, bör centralbanken helst i förväg tala om hur konflikten ska hanteras. Riksbanken har i viss mån gjort detta men inte särskilt tydligt. Man bör ställa sig skeptisk till en politik som med ett enda medel (räntan) tar på sig nya uppgifter eller mål. En sådan politik kan bli omöjlig att utvärdera om beslutsfattaren inte är fullständigt explicit om och i förväg deklarerar hur målkonflikterna ska hanteras.⁵¹ Dessvärre är det åt detta håll den svenska penningpolitiken drivits. Förutom att Riksbanken tar hänsyn till

⁵⁰ Det har inte bara rått oklarhet för allmänheten. Även inom Riksbankens direktion har sådana oklarheter funnits (olika ledamöters uppfattningar vid penningpolitiska möten som Assarsson deltagit vid).

⁵¹ Att det finns många mål kan man se som ett vanligt inslag på många politikområden. Men då finns det oftast också flera medel. Speciellt för penningpolitiken är ju att det strängt uttalat bara finns ett medel, att politiken delegerats till en oberoende riksbank och att forskningen noggrant analyserat hur målkonflikter i penningpolitiken bör hanteras när man har två mål.

penningpolitikens reala effekter har på senare tid även hänsyn till tillgångspriser (bostadspriser) nämnts som en lämplig uppgift. Riksbanken har då kunnat hänvisa till omsorgen om tillgångspriser trots att både inflation och arbetslöshet skulle gynnats av en räntesänkning. Det här blir mycket otydligt och direktionens olika ledamöter har dessutom olika åsikter om hur det ska hanteras.⁵² Att Riksbanken tar på sig nya uppgifter kan också skada förtroendet för penningpolitiken. Misstankar om att penningpolitiken gör avkall på det centrala inflationsmålet kan då öka.

Sammanfattningsvis kan därför sägas att Riksbanken under perioden med inflationsmål inte lyckats särskilt väl med uppgiften att ha väldefinierade mål. Från början var det oklart med målsättningen för reala variabler (som produktionsgapet), det har varit oklart vilken inflationsvariabel som egentligen är målvariabel och efter hand har ytterligare variabler (som t ex hushållens skuldsättning) aktualiserats som mål. Otydligheten har avsevärt försvårat utvärderingarna av politiken, för uppdragsgivaren (riksdagens finansutskott) och för andra bedömare.

Penningpolitikens instrument

Penningpolitik kan bedrivas med olika instrument men de centralbanker som tillämpar inflationsmålspolitik använder utan undantag den nominella räntan som sitt enda instrument. Under den senaste ekonomiska krisen har vissa centralbanker även kommit att tillämpa okonventionella, kvantitativa metoder som komplement, men mest för att minska effekten av svårigheterna med att använda en negativ ränta. Erfarenheten visar dock att under normala omständigheter har den nominella räntan varit ett effektivt instrument i meningen att förändringar i räntan påverkar efterfrågan och därmed även inflationen, men med viss fördröjning. Skiftet under 1990-talet i många länder från hög- till låginflationspolitik visar också ett stöd för Milton Friedmans devis ”att inflationen överallt och alltid är ett monetärt fenomen”.⁵³

Utvärdering

Riksbanken har sedan inflationsmålet infördes gjort 2 oberoende utvärderingar, av Giavazzi och Mishkin 2006 och av Goodhart och Rochet 2010.⁵⁴ Vi har tidigare recenserat den senaste utvärderingen men det förtjänar här att nämnas att Giavazzi och Mishkin särskilt nämnde faran för att inflationen blivit för låg och inneburit reala

⁵² Se protokollen från de penningpolitiska mötena; www.riksbank.se. Se även Svensson (2013a).

⁵³ Se Friedman (1963).

⁵⁴ Se Giavazzi och Mishkin (2006) och Goodhart och Rochet (2010).

kostnader för den svenska ekonomin.⁵⁵ Man gav därför rådet att man skulle föra en mer expansiv politik, ett råd som åtminstone i efterhand visat sig klokt. För övrigt görs årligen rapporter till riksdagens finansutskott, där Riksbanken dock själv står för själva utredandet med sin tjänstepersonal. Dessa utredningar anser vi vara starkt färgade och okritiska och borde i stället göras av oberoende experter, kanske vartannat i stället för varje år.

Ett problem vi senare återkommer till är hur ansvar bör utkrävas i det fall politiken misslyckats. Som förhållandet nu är saknas, som vi ser det, möjligheten att utkräva ansvar även om målen åsidosatts.

Hur misslyckad har penningpolitiken varit? Om inflationens avvikelser från 2 procent

Som tidigare nämndes är det KPI som är penningpolitikens målvariabel mot vilken politiken ska utvärderas. Ingen kräver att inflationen ska vara 2 procent hela tiden, eftersom man omöjligt kan parera alla de chocker som ständigt inträffar. Det tar ju också tid för politiken att verka och man måste därför ha osäkra prognoser som underlag. Vad kan då krävas? Vilka avvikelser är rimliga? Hur stora fel kan tolereras? När förlorar Riksbanken sin trovärdighet?

Målavvikelser kan naturligtvis vara stora om det inträffar stora chocker i ekonomin som centralbanken inte kan eller inte hinner parera. Det kan också inträffa en sekvens av oförutsedda chocker som gör att man missar målet under en längre tid. Det är också möjligt att man prickar målet men att det beror på tur med tanke på de chocker som inträffat. För att reda ut sådant behöver man identifiera de oväntade chocker som inträffat. Sådan information är dock modellberoende och det finns som regel ingen enighet om vilken modell som är lämpligast för sådan identifikation. I praktiken fattar man dessutom beslut som i slutänden beror på bedömningar. Vi anser att utvärderingar som har försök till sådan identifikation som krav blir för svåra och att man därför bör söka efter enklare kriterier.

Vi har fastnat för att använda tre kriterier. Det första är den genomsnittliga storleken på de kvadrerade avvikelserna. Det andra är medelfelet som ett mått på slagsida eller bias i avvikelserna. För perioden 1996-2013 var standardavvikelsen i målavvikelserna 1,2 procent och medelfelet -0,7. Standardavvikelsen beror på hur stor variation det är i inflationen och även på inflationens nivå. Som regel ökar variationen med nivån. Medelfelet bör under en längre period vara lika med noll om det inte

⁵⁵ "However, in recent years the Riksbank has persistently undershot its inflation target; this has been associated with a loss in output and higher unemployment" och "Persistent undershooting of the inflation target suggests that monetary policy should lean towards more expansionary policy", se Giavazzi och Mishkin (2006, s 77-78).

finns någon bias i politiken. För att få en uppfattning om avvikelserna varit systematiska har vi beräknat den *underliggande inflationen*, eller trenden i inflationen. Man kan tänka sig att den speglar en underliggande monetär process, från vilken avvikelser sker på grund av olika chocker i ekonomin, där penningpolitiken utgör den avgörande källan i processen. Vi beräknar därför den underliggande inflationen simultant med produktionsgapet med en metod som föreslagits av Andrew Harvey.⁵⁶ Eftersom den underliggande inflationen avser målvariabeln KPI bör den pendla kring och vara ganska nära målet, medan den faktiska inflationen kan variera mer.

I diagram 1 ser man att den underliggande inflationen hela tiden ligger under 2 procent med ett genomsnitt på 1,3, dvs 34 procent under målet. Riksbanken menar att man vid utvärderingen måste ta hänsyn till att räntan sänkts och tillfälligt sänkt inflationen och vill därför i stället jämföra med KPIF, som är KPI med konstant ränta. KPIF har i genomsnitt ökat med 1,6 procent, dvs 0,4 procentenheter eller 20 procent under målet.⁵⁷ Vi tolkar detta som att Riksbanken systematiskt bedrivit en politik som lett till alltför låg inflation.

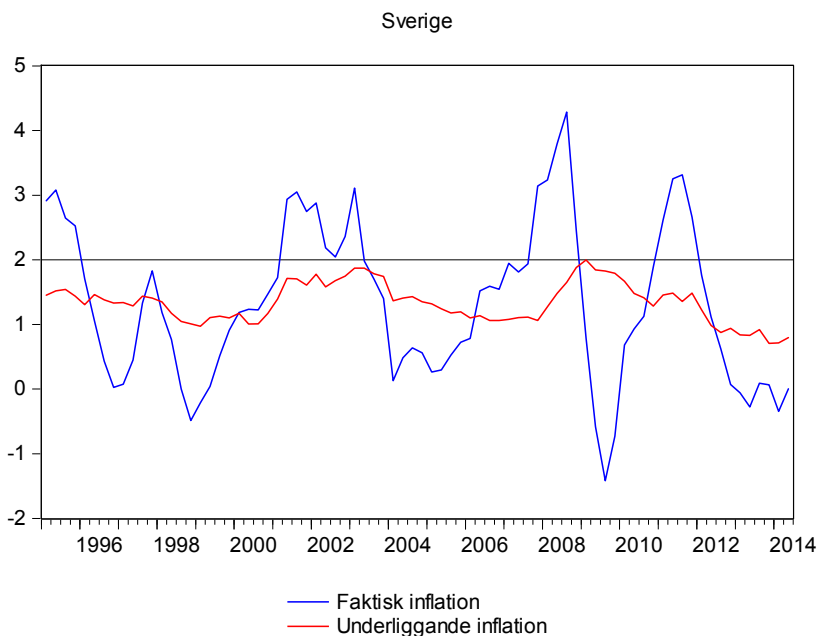


Diagram 1.

Faktisk och underliggande inflation i Sverige 1995-2014.

⁵⁶ Metoden har föreslagits och tillämpats av Harvey (2011). Med denna metod kan man statistiskt utvärdera olika filter. Man kan t ex förkasta HP-filtret som alternativ. Även med HP-filtret hamnar dock den underliggande inflationen hela tiden under 2 procent.

⁵⁷ Se Andersson m fl (2012).

Tidigare undersökningar har pekat på att det kan ha funnits en bias i Riksbankens inflationsprognoser, att man haft en tydlig tendens att överskatta inflationen.⁵⁸ På 2 års sikt har ju inflationen som regel antagits vara i linje med målet, dvs 2 procent, vilket alltså inte blivit fallet. Detta kan vara en förklaring till att reporäntan satts för högt och att inflationen därmed blivit för låg.

Det tredje kriteriet för utvärdering är att jämföra Riksbanken med andra jämförbara centralbanker med inflationsmål, ungefär som företag jämförs med sina konkurrenter. Penningpolitiken har ju lyckats med att skapa nominella ankare i många länder och med inflationstakter kring önskvärda ca 2 procent i stället för de tvåsiffriga nivåer som gällde tidigare. Det är då också rimligt att man jämför hur utfallen blivit när det gäller den mer kortsiktiga stabiliseringspolitiken.

Vi har därför gjort beräkningar av underliggande inflation för ytterligare ett antal länder med samma metod som vi använder för Sverige. Resultaten visas i diagram 2-5.

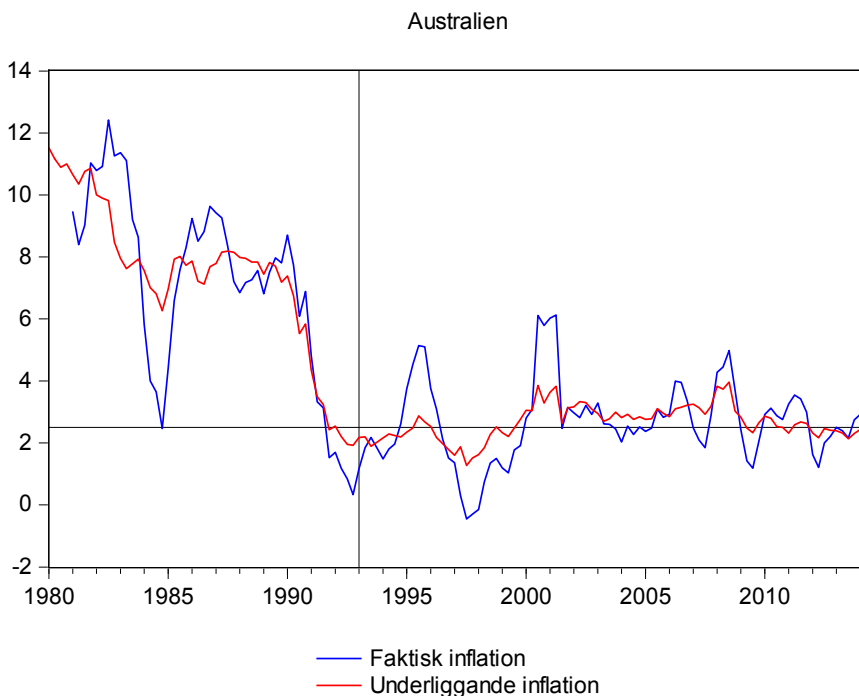


Diagram 2.
Faktisk och underliggande inflation i Australien 1980-2014.

⁵⁸ Se Andersson m fl (2007), Assarsson (2007) och Konjunkturinstitutet (2013). Riksbanken har dock tillbakavisat denna kritik, se Andersson och Palmqvist (2013).

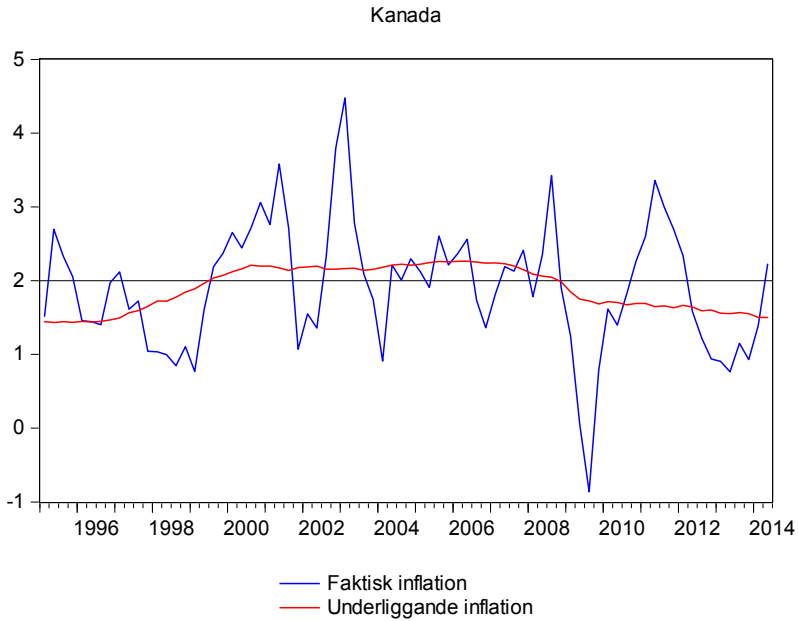


Diagram 3.
Faktisk och underliggande inflation i Kanada 1995-2014.

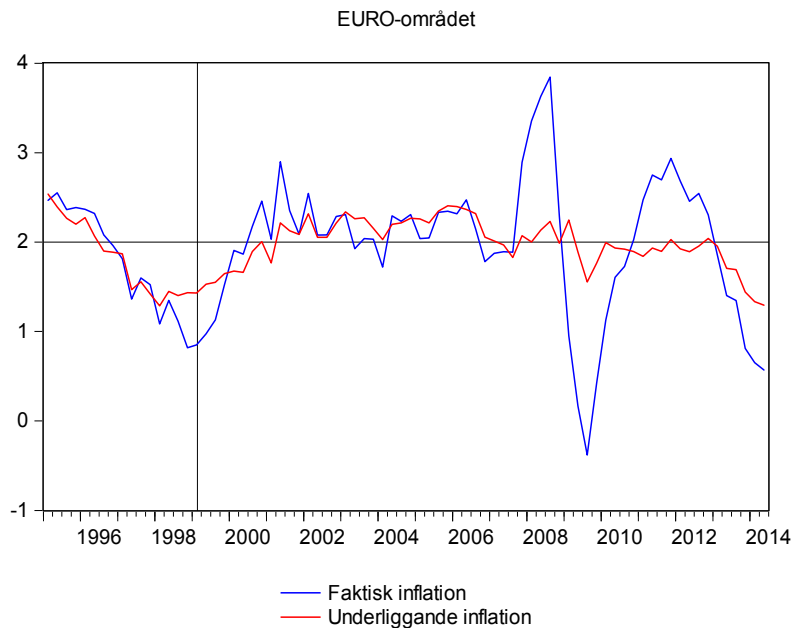


Diagram 4.
Faktisk och underliggande inflation i EURO-området 1995-2014.

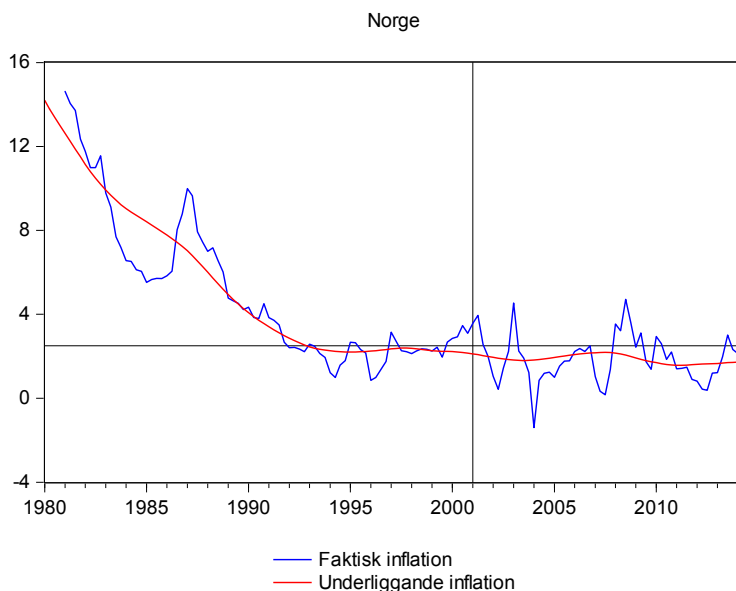


Diagram 5.
Faktisk och underliggande inflation i Norge 1980-2014.

Tabell 1.
Utvärdering av målavvikelser i Australien, Kanada, EURO-området, Norge och Sverige.

Inflationsmål, utfall och avvikelse i procent och procentenheter				
Land Period	Mål	Utfall	Absolut avvikelse	Relativ avvikelse
Australien 1993q1-2014q2	2,5	2,7	0,2	8
Kanada 1995q1-2014q2	2	1,9	-0,1	-5
EURO 1999q1-2014q2	2	2,0	0	0
Norge 2001q1-2014q1	2,5	1,9	-0,6	-25
Sverige 1995q1-2014q2	2	1,3	-0,7	-34

En sammanfattning av målavvikelserna i de olika länderna visas i tabell 1 som också anger under vilka perioder de olika länderna fört penningpolitik med inflationsmål, målnivån samt avvikelserna absolut och relativt. Det är väsentligt att redovisa även de relativa avvikelserna, vilket sällan görs. Det är relevant av två skäl. Dels beror det på målnivån. En avvikelse med 1 procentenhet från 2 procent har ju en mycket större dignitet än om målet t ex är 10 procent. Dessutom beror det på hur man betraktar

ränteförändringars betydelse. En räntesänkning med 0,5 procentenheter kan ju innebära att t ex hushållens ränteutgifter ändras relativt sett mycket om räntan är låg. Den relativa avvikelsen i inflationen, och därmed sammanhängande alltför hög ränta, är då mer relevant än den absoluta förändringen när man studerar konsekvenserna av målavvikelserna. Då används ju normalt relativa förändringar, t ex när man använder elasticiteter.

I tabell 1 ser man att den genomsnittliga målavvikelsen är mycket stor i Sverige och Norge medan de övriga länderna lyckas med att förankra inflationen kring målet. Sverige har även en större avvikelse än Norge, 34 jämfört med 25 procent alltför låg inflationstakt. Ännu intressantare än att jämföra de faktiska avvikelserna är att studera hur den underliggande inflationen förhållit sig till målet. Under en så lång tid som vi nu haft ett inflationsmål i Sverige bör den underliggande inflationen ses pendla kring målet. Så är också fallet i Australien, Kanada och EURO-området. Men så är inte fallet i Sverige och Norge. I Sverige har inflationen systematiskt avvikit från målet i omkring 20 år. Även om det går att tänka sig att det under dessa 20 år inträffat en sekvens av oförutsägbara chocker förefaller det mer sannolikt att Riksbanken fört en politik som till skillnad från andra länder medfört en alltför låg inflation.

Inflationsmålen är normalt symmetriska, dvs en positiv avvikelse är lika dålig som en negativ. Detta gäller ex ante och är främst motiverat av förväntningar och förtroende kring politiken. Ex post är dock en negativ avvikelse normalt sämre, eftersom det direkt leder till lägre produktion och sysselsättning, givetvis under förutsättningen att det finns ett förtroende för inflationsmålet och att inflationsförväntningarna ligger nära målet.⁵⁹

Vad beror misslyckandet på?

När inflationsmålet systematiskt missats och inflationen blivit för låg, systematiskt lägre än i jämförbara länder, kan det endast bero på tre saker:

- en dold agenda mot för låg inflation
- otur
- inkompetens

Vi vill inte gärna tro att Riksbanken haft en dold agenda, även om det vi ser ovan tyder på det. Inflationsförväntningarna som de mäts av Prospera visar också att förväntningarna under större delen av perioden legat förankrade vid målet 2 procent och inte vid den lägre nivå som faktiskt varit.⁶⁰ Inflationsförväntningarna enligt

⁵⁹ Högre produktion är bättre eftersom man i standardmodellen utgår från monopolistisk konkurrens.

⁶⁰ Det kan tolkas som att Riksbanken haft ett förtroende man inte förtjänat. En förklaring till det kan vara att man satsat stora resurser på information och journalistiska insatser.

Konjunkturinstitutets barometer har däremot visat både lägre förväntad och uppfattad inflation, vilket tyder på att förtroendet för penningpolitiken rubbats.⁶¹

Riksbanken har många kompetenta medarbetare, har under en lång period rekryterat personer med doktorskompetens och byggt upp en anseilig forskningsavdelning. Förutsättningarna tycks mycket goda för att göra ett alltigenom kompetent arbete med analyser och prognoser som borde stå ut som de bästa. Utvärderarna Giavazzi och Mishkin⁶² kom också fram till att Riksbanken höll en mycket hög nivå vad gäller akademisk kompetens, modellutveckling, etc. Riksbankens tjänstemän levererar prognoser och analyser som underlag för direktionens beslut. Det är dock inte bara stabens kompetens utan framför allt direktionens kompetens och omdömen som till slut blir utslagsgivande. Precis som ett fotbollslag med de bästa fotbollsspelarna kan misslyckas kan det gå för en centralbank med de mest kompetenta ekonomerna.

Vi utvecklar därför ett statistiskt test på om politiken varit kompetent. Det gör vi genom att undersöka målavvikelsernas innehåll av ekonomisk information. Riksbankens tjänstemän har i en tidigare polemik med Assarsson (2011a) gjort statistiska tester där man hävdade att det inte går att förkasta statistiskt att målavvikelserna är slumpmässiga.⁶³ De använder då regressionskvationen

$$\pi_t - \pi^T = c + \varepsilon_t \quad (1)$$

där π_t är inflationen i kvartal t , π^T är inflationsmålet, c är en konstant och ε_t är en seriellt korrelerad slumpterm. Nollhypotesen är att $c=0$ och man använder Newey-Wests beräkningar av standardfel som tar hänsyn till heteroskedasticitet och autokorrelation i residualerna. Man finner då att konstanten är statistiskt signifikant mindre än noll, dvs inflationen är lägre än 2 procent, för KPI men inte för KPIF för perioden 1995q1-2011q4. Utsträcker man perioden till 2014q2 är dock båda statistiskt signifikant mindre än noll, dvs även inflationen enligt KPIF är lägre än 2 procent.

Vi anser dock att dessa statistiska tester i detta sammanhang är irrelevanta eftersom observationerna inte utgör ett statistiskt urval. Att KPI-inflationen legat långt under målet är ett faktum som i stället ska ges en ekonomisk bedömning.

En intressantare fråga är om det funnits någon möjlighet för Riksbanken att förutsäga dessa utfall. Fanns det någon allmänt tillgänglig information som Riksbanken kunde utnyttjat för att undvika att inflationen blev så mycket lägre än målet? Sådan information skulle kunna vara allmänt kända makrovariabler, t ex de

⁶¹ Det kan också betyda att de reala effekterna av den alltför låga inflationen varit lägre än om man räknar med Prosperas tal.

⁶² Se Giavazzi och Mishkin (2006, s 61-64).

⁶³ Se Andersson m fl (2012).

som ingår i en grundläggande nykeynesiansk makromodell. Det gäller alltså då nominell ränta, inflation och produktionsvolym eller produktionsgap plus växelkurs i en öppen ekonomi. Man kan naturligtvis tänka sig många andra variabler, som huspriser och hushållens skuldsättning, men utgångspunkten är samtidigt att det över huvud taget inte ska finnas några variabler som signifikant förklarar målavvikelserna. Då skulle ju Riksbanken ha kunnat utnyttja den informationen, satt en lägre ränta och kommit närmare målet. Det statistiska testet görs i regressionskvationen

$$\pi_t - \pi^T = c + \beta_1 x_{1,t-i} + \dots + \beta_n x_{n,t-i} + \varepsilon_t \quad (2)$$

där $x_{k,t-i}$ är makrovariabeln k observerad i perioder före den noterade målavvikelsen. Eftersom effekterna av penningpolitiken kommer med fördröjning är det rimligt att målavvikelserna kan förklaras av information i närtid men som Riksbanken inte kan göra något åt, eftersom effekterna av politiken är fördröjda. Det är en vanlig uppfattning att den maximala effekten av förändringar i reporäntan kommer efter ca 2 år. Allmänt känd information i kvartal $t-8$ bör därför inte kunna förklara målavvikelserna. Om så är fallet har Riksbanken inte utnyttjat den informationen, inte alls eller inte på rätt sätt. Om informationen utnyttjats fullt ut på rätt sätt bör $R^2 = 0$ i skattningen av ekvationen (2). Detta är nollhypotesen.

Vi tror alltså att det är rimligt att 1-2 år gammal information inte bör kunna förklara målavvikelserna. Man kan dock hävda, i linje med vad som nämndes ovan, att flexibel inflationsmålpolitik kan innebära att Riksbanken vid utbudschocker skulle kunna förlänga horisonten och medvetet låta det ta längre tid att uppnå målet så att den maximala effekten på inflationen nås först senare. Därför väljer vi att inkludera 7-12 kvartals laggad information i ekvationen (2) och testar om $R^2 = 0$ med ett Lagrange multiplikator-test och ett F-test.⁶⁴ Om hypotesen förkastas kan penningpolitiken inte ha ansetts vara kompetent i den meningen att det 2-3 år före målavvikelsen fanns information som Riksbanken kunde utnyttjat för att höja inflationen upp mot målet.⁶⁵

Vi skattar ekvationen så att enbart variabler i informationsmängden med ett p-värde under 0,2 inkluderas. Vi använder realtidsdata för inflation (π) och BNP (Y) men inte för ränta (r , 3-månaders statsskuldränta) och växelkurs (b , KIX16 som är växelkursindex för Sveriges 16 viktigaste konkurrentländer) eftersom de senare variablerna inte revideras. Resultatet av regressionen visas i tabell 2.⁶⁶

⁶⁴ Teststatistikan för LM-testet är $n \cdot R^2$ där n är antalet observationer i regressionen och antalet frihetsgrader är antalet variabler i regressionen.

⁶⁵ Testet kan ses som svagt eftersom ekvationen skattas inom urvalet. Ett strängare test vore att testa för om informationen kunde utnyttjats utanför urvalet, t ex genom rullande regressioner.

⁶⁶ Ekvationen skattades för perioden 1998-2014 för att undvika de inledande åren med inflationsmål då Riksbanken drev en medvetet aggressiv politik för att vinna förtroende för låginflationspolitiken. Detta påverkar dock resultaten marginellt.

Det har tidigare visats att Riksbankens prognoser på såväl KPI-inflationen som den underliggande UNDI_X-inflationen samt importpriser har överskattats för perioden fram till 2006. Analysen av målavvikelserna visar att KPI-inflationen i genomsnitt inneburit en 0,7 procentenheter lägre inflation. Det är en systematisk avvikelse eftersom den underliggande inflationen under 20 år aldrig överstigit 2 procent. Nu visar alltså vår analys att målavvikelserna till två tredjedelar kan förutsägas av allmänt tillgänglig historisk makroekonomisk information.⁶⁷ En slutsats av detta blir att mycket talar för att de stora målavvikelserna i Sverige beror mindre på otur än på en oskickligt förd politik och kanske även på en slagsida mot för låg inflation. En följdfråga blir då om det går att utkräva ansvar för detta misslyckande?

Tabell 2. Regression med målavvikelse på 2-3 år gammal information.

Beroende variabel: $\pi - 2$

Metod: OLS

Tidsperiod: 1998q1 2014q2

Antal observationer: 66

Variabel	Koefficient	Std. fel	t-värde	p-värde
C	-19.70	3.00	-6.56	0.00
$b(t-8)$	0.06	0.025	2.45	0.02
$\pi(t-10)$	-0.51	0.14	-3.64	0.00
$Y(t-12)$	0.20	0.049	4.12	0.00
$\pi(t-7)$	-0.64	0.12	-5.28	0.00
$\pi(t-12)$	-0.55	0.15	-3.77	0.00
$b(t-10)$	0.11	0.03	3.79	0.00
$Y(t-7)$	-0.24	0.07	-3.51	0.00
$r(t-9)$	0.42	0.20	2.06	0.04
$r(t-11)$	-0.27	0.18	-1.47	0.15
R-2	0.66	Medel beroende var		-0.71
Justerad R-2	0.61	S.A.beroenden var		1.24
S.E. regression	0.77	Akaike info krit		2.46
Sum kvadr resid	33.57	Schwarz krit		2.80
Log likelihood	-71.34	Hannan-Quinn krit		2.60
F-värde	12.22	Durbin-Watson stat		0.87
Prob(F-statistic)	0.00	Prob LM		0.00

⁶⁷ Vi har gjort motsvarande beräkningar för Australien och Kanada som likt Sverige haft inflationsmål länge. Det visar sig då att R^2 är lägre för dessa länder, 0,48 för Australien och 0,28 för Kanada. Vi har dock inte haft möjlighet att använda realtidsdata för dessa länders BNP.

Ansvar för en oberoende Riksbank

Vi anser att den under lång tid alltför låga inflationen i Sverige aktualiserar ansvarsfrågan som en viktig del av en penningpolitik som delegerats till en oberoende Riksbank. Ansvar ligger hos Riksbankens direktion med sina sex ledamöter. Medlemmarna i direktionen väljs enligt ett roterande schema så att samma ledamöter aldrig kommit att sitta en längre period. Varje ledamot ska enligt riksbankslagen göra en självständig bedömning. Besluten förklaras i protokoll som är offentliga. I praktiken innebär denna ordning att det blir mycket svårt eller omöjligt att utkräva ansvar av enskilda direktionsmedlemmar. I utvärderingen av Goodhart och Rochet 2010 kunde man under en tid klart urskilja två olika linjer i bedömningar och beslut, en linje av ledamöterna Svensson och Ekholm och en annan av de övriga ledamöterna. Utvärderarna tyckte dock att det var för svårt (eller kanske känsligt) att ta ställning till de olika bedömningarna. Tidigare utvärderingar för riksdagens finansutskott har inte heller gjort sådana bedömningar.

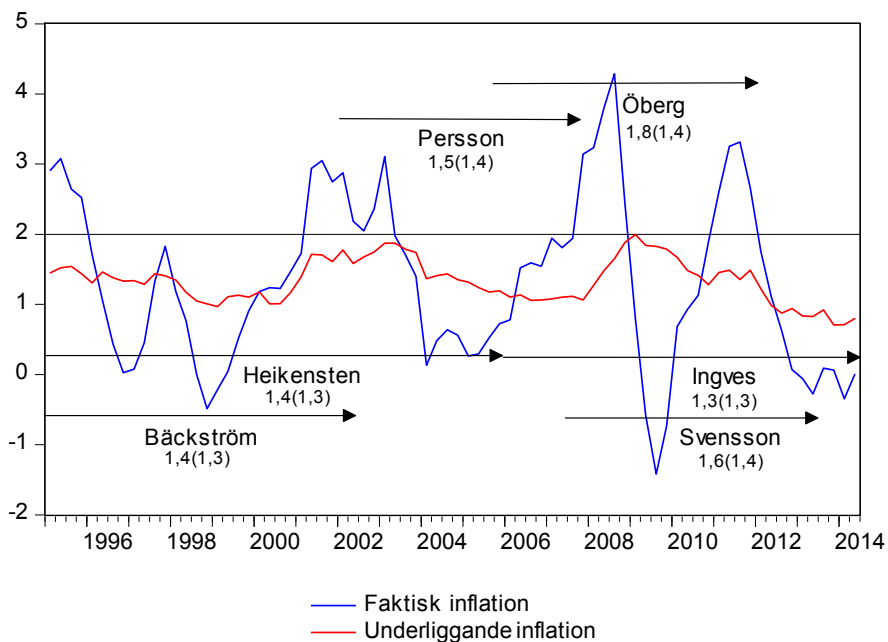


Diagram 6.

Faktisk och underliggande inflation samt markering av innehavstiden för några riksbankschefer. Siffrorna anger hur faktisk inflation (underliggande inflation) varit under de olika innehavstiderna.

Om inflationen skulle avvika mycket från målet under en kortare period, säg 2-5 år, är det svårare att se detta som ett misslyckande eftersom sannolikheten för att

avvikelsen är tillfällig är större än om avvikelsen sker under en längre period, 20 år som nu varit fallet. Å andra sidan byts ledamöterna successivt ut så det blir under alla omständigheter svårt att utkräva ansvar. I diagram 6 visas några utmärkande riksbankschefers innehavstider tillsammans med faktisk och underliggande inflation. Av dessa kan Svante Öberg och Stefan Ingves anses vara "hökaktiga" och Kristina Persson och Lars E O Svensson "duvaktiga", med en populär terminologi. Såväl Persson som Svensson reserverade sig ofta till förmån för en lägre ränta medan speciellt Öberg gjorde det motsatta. Den underliggande inflationen var på väg ner under nästan hela Perssons innehavstid så hennes inställning och reservationer synes i efterhand ha varit goda bedömningar. Öberg är väl den ledamot som i efterhand framstår som det svarta färet. Den underliggande inflationen nådde aldrig upp till 2 procent under hans tid vid Riksbanken. Den faktiska inflationen steg dock kraftigt under första hälften av hans innehavstid och den underliggande inflationen under 2007 upp till nära 2 procent. Det går därför att finna ett visst försvar för Öbergs inställning, eftersom utvecklingen under hans period kan ses som svårtolkad.

2009 sjönk den underliggande inflationen och det har sedan dess fortsatt. Under den här perioden framstår Lars E O Svensson som den ivrigaste förespråkaren för en lägre räntenivå. Svensson var dock med på den famösa räntehöjningen hösten 2007, när den underliggande inflationen var låg men på väg upp. Med facit i hand framstår Svenssons inställning och reservationer som välmotiverade och hade gynnat både inflationsmålet och målet om en bättre real utveckling. Direktionsledamoten Karolina Ekholm hade en liknande inställning och utgjorde tillsammans med Svensson under en period direktionens minoritet vid de penningpolitiska mötena.

Med denna bild i tankarna är det svårt att tänka sig att det skulle gå att utkräva ansvar av de enskilda direktionsmedlemmarna, trots att inflationen under 20 år legat klart under det övergripande inflationsmålet. Det skulle t ex ha kunnat innebära avsked eller löneavdrag eller någon annan negativ konsekvens för ledamoten. Det förefaller därför naturligt att ställa sig frågan om det är rimligt att riksdagen delegerar penningpolitiken till en oberoende Riksbank av vilken man i praktiken inte kan utkräva ansvar för en dåligt genomförd politik.

Vi har också sett att det är möjligt att bedriva penningpolitik med inflationsmål på ett skickligt sätt och få inflationen att pendla nära målet, som i Australien, Kanada och EURO-området. Några ledamöter i direktionen är nu utbytta och det finns då en ny möjlighet att inflationen även i Sverige ska komma att pendla kring målet. För Riksbanken gäller nu också, till skillnad från tidigare, att höja inflationsförväntningarna. En välkänd metod för att göra detta är att under en tid låta inflationen stiga över målet.

Lösningen med en direktion, i stället för en chef med en ställföreträdare som tidigare var fallet, har den stora fördelen att man minskar risken för att en dominerande inkompetent chef som kanske inte ens följer lagen kommer att styra politiken. Denna fördel får då vägas mot den stora nackdelen att det i praktiken blir näst intill omöjligt att utkräva ansvar.

Referenser

- Andersson, B, S Palmqvist och P Österholm (2012), "Riksbankens uppfyllelse av inflationsmålet i ett längre tidsperspektiv", *Ekonomiska kommentarer*, nr 4, Riksbanken, Stockholm.
- Andersson, F NG och L Jonung (2014), "Riksbanken och inflationen 1995-2012 – missar Svensson målet?" *Ekonomisk Debatt*, årg 42, nr 3, s 36-48.
- Andersson, M och S Palmqvist (2013), "Riksbankens prognoser står sig väl", *Ekonomiska kommentarer*, nr 3, Riksbanken, Stockholm.
- Andersson, M K, G Karlsson och J Svensson (2007), "En utvärdering av Riksbankens prognosförmåga", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, s 59-74.
- Assarsson, B (2007), "Riksbankens prognoser för importpriser och inflation", *Penning- och valutapolitik*, nr 3, 5-27.
- Assarsson, B (2011a), "Riksbanken har inbyggd slagsida för låg inflation", *Dagens Nyheter*, 16 maj 2011.
- Assarsson, B (2011a), "Riksbanken måste ta sitt arbete på större allvar", *Dagens Nyheter*, 2 maj 2011.
- Assarsson, B och M Bask (2012), "En granskning av Goodharts och Rochets utvärdering av Riksbankens politik", *Ekonomiska Samfundets Tidskrift*, årg 65, s 63-71.
- Assarsson, B och M Bask (2014), "Jansson och Skingsley lägger ut nya dimridåer från Riksbanken", *Dagens Nyheter*, 17 mars 2014.
- Friedman, M (1963), *Inflation: Causes and Consequences*, Asia Publishing House for the Council for Economic Education, London.
- Giavazzi, F och F S Mishkin (2006), *An Evaluation of Swedish Monetary Policy between 1995 and 2005*, Finansutskottet, Rapporter från riksdagen 2006/07: RFR1, Stockholm.
- Goodhart, C och J-C Rochet (2010), *Utvärdering av Riksbankens penningpolitik och arbete med finansiell stabilitet 2005-2010*, Finansutskottet, Rapporter från riksdagen 2010/11: RFR5, Stockholm.
- Harvey, A (2011), "Modelling the Phillips Curve with Unobserved Components", *Applied Financial Economics*, årg 21, s 7-17.
- Heikensten, L och A Vredin (1998), "Inflationsmålet och den svenska penningpolitiken – erfarenheter och problem", *Ekonomisk Debatt*, årg 26, nr 8, s 573-593.
- Jansson, P och C Skingsley (2014a), "Att kalla resultatet ett misslyckande är inte seriöst", *Dagens Nyheter*, 21 mars 2014.
- Jansson, P och C Skingsley (2014b), "Felsyn att Riksbanken bara fokuserar på bostadsbubbla", *Dagens Nyheter*, 16 mars 2014.
- Jansson, P och B Wickman-Parak (2012), "Inte Riksbankens avsikt att hamna på för låg inflation", *Dagens Nyheter*, 22 september 2012.

- Konjunkturinstitutet (2013), *Riksbanken har systematiskt överskattat inflationen*, Konjunkturläget augusti 2013, s 105-109.
- Svensson, L E O (2013a), "Some Lessons from Six Years of Practical Inflation Targeting", *Sveriges Riksbank Economic Review*, nr 3, s 29-80.
- Svensson, L E O (2013b), "The Possible Unemployment Cost of Average Inflation Below a Credible Target", National Bureau of Economic Research Working Paper No. 19442.
- Svensson, L E O (2014), "De senaste årens penningpolitik – "Leaning against the Wind"", *Ekonomisk Debatt*, årg 42, nr 3, s 6-24.

6 Penningpolitikens begränsningar



Jesper Hansson

Jesper Hansson är nationalekonom från Lund. Han har mest forskat kring empiriska modeller för prognoser och stabiliseringspolitik. Prognoschef på Konjunkturinstitutet sedan mars 2011 och var tidigare verksam vid avdelningen för penningpolitik på Riksbanken. Trivs i gränslandet mellan forskning och praktisk stabiliseringspolitik. Försöker gräva på djupet för att hitta djävulen i detaljerna som ofta är nog så viktiga för god ekonomisk politik.

Det är viktigt att man har realistiska förväntningar på vad penningpolitiken kan åstadkomma när man diskuterar målen för penningpolitiken. Efter längre perioder med stabil prisutveckling blir det frestande att lägga till nya mål för penningpolitiken. I efterhand har det ofta resulterat i hög inflation. Nu är risken den omvända – för stort fokus på finansiell stabilitet riskerar att resultera i för låg inflation även framöver. Det är svårt att finna starka tecken på att hushållen har orealistiska förväntningar om framtida räntor och att de därför tar på sig skulder som de inte kommer att klara av framöver. De betydande risker för finansiell instabilitet som ändå finns i nuvarande miljö med låga räntor bör hanteras med höjda skatter på fastigheter och minskade subventioner av skuldsättning för hushåll och företag.

Inledning

Ett centralt inslag i dagens penningpolitiska diskussion är frågan om hur och i vilken utsträckning penningpolitiken bör beakta obalanser på de finansiella marknaderna. I germanska nordeuropeiska länder har det länge funnits en utbredd syn att centralbanker bör beakta monetära aggregat och kreditvolymen när styrräntan beslutas. I den anglosaxiska världen har detta varit mindre självklart, men efter finanskrisen har centralbanker och forskare även i dessa delar av världen börjat intressera sig mer för interaktionen mellan penningpolitik och finansiell stabilitet. Många intressanta resultat kommer fram i denna forskning baserat på modeller som har en mer utvecklad beskrivning av finansiella marknader än de enkla modeller som fortfarande dominerar den praktiska penningpolitiken.

Denna forskning är mycket intressant och har potential att förändra ansvarsområden och mandat för centralbanker i framtiden. Men i dagens diskussion bortser många från att vi har mycket liten praktisk erfarenhet av hur man bör implementera penningpolitik som tar rimlig hänsyn till finansiella förhållanden. En komplicerande omständighet är också att forskningen (oftast) beskriver målkonflikter som kan uppstå till följd av olika brister i finansiella marknaders funktionssätt, men att det i stort sett alltid finns bättre och effektivare redskap för statsmakterna än styrräntan. Bara för att det i princip kan finnas tillfällen när en samhällsekonomiskt optimal styrräntenivå kan vara något högre än vad bara inflation och resursutnyttjande motiverar, betyder det inte att det är särskilt relevant i dagsläget.

Målen för penningpolitiken har successivt utvecklats sedan inflationsmålsregimen infördes 1993. Det är naturligt att politiken förändras i takt med att erfarenheter vinnas och omständigheter förändras. Sverige är ingen isolerad ö och utvecklingen i omvärlden går i samma riktning. Det är dock viktigt att blicka tillbaka ibland så att man inte glömmer bort vad penningpolitiken kan och bör åstadkomma. Även om inflationsmålsregimen har varit mycket framgångsrik sett ur ett historiskt perspektiv, har utvecklingen under 2000-talet har inte varit helt problemfri. Inflationen har i Sverige systematiskt underskridit målet och kraven på att penningpolitiken ska lösa problem den inte förmår hantera växer. Om politiken i hög grad anpassas för att förebygga risker på finansiella marknader i stället för att uppnå inflationsmålet finns det risk att misstagen från 1970-talet upprepas. Då tonades också vikten för prisstabilitetsmålet ner till förmån för (ohållbart) hög sysselsättning, vilket resulterade i för lätt penningpolitik och därmed följande hög inflation. Nu är risken snarast den omvända, att omotiverad hänsyn till skulduppbyggnad resulterar i för stram penningpolitik med varaktig deflation som följd.

Penningpolitikens utveckling i Sverige

Penningpolitikens roll har utvecklats betydligt under de ca 300 år som man kan tala om att något som liknar dagens centralbanker har existerat. Det politiska motivet till att skapa centralbanker var oftast att skapa tillgång till billig finansiering av statsutgifter i samband med krig. Men under framförallt 1800-talet utvecklades centralbankernas funktion till att mera fokusera på att värna penningvärdet. Fram till andra världskrigets slut operationaliserades detta vanligen genom en guldmyntfot. Efter andra världskriget blev kopplingen till guldet svagare. Istället blev fast växelkurs inom det så kallade Bretton Woods-systemet den dominerande normen. I början av 1970-talet bröt systemet samman, bland annat till följd av att penningpolitiken i flera stora ekonomier inte drevs konsistent med målet om prisstabilitet (stabilt penningvärde). Det blev inledning till en period som Jönung (1989, sid 49) beskriver som ”penning- och finanspolitiken, som den har bedrivits under 1970-talet, har i stort sett varit ett misslyckande: ...”.

Under 1980-talet argumenterade många nationalekonomer för fastare spelregler för stabiliseringspolitiken. I Sverige kom denna till uttryck i den så kallade normpolitiken som presenterades av SNS konjunkturråd i Söderström m.fl.(1985). På den tiden tycktes en lämplig norm för penningpolitiken vara en fast växelkurs gentemot våra viktigaste handelspartners som i genomsnitt hade låg (lägre) inflation. Med fria kapitalrörelser behövde penningpolitiken då inriktas på att försvara den fasta växelkursen och finanspolitiken fick ta ansvar för att stabilisera den realekonomiska utvecklingen. Inflationen kunde på kortare sikt avvika kraftigt från den i omvärlden. Utvecklingen i Sverige med avreglering av kreditmarknader skapade en överhettning som finanspolitiken inte förmådde motverka. När fastighetsmarknaden först mattades av i Sverige och sedan kollapsade i spåren av skattereformen 1991 och uppgången i internationella realräntor, bl.a. till följd av Tysklands återförening, övergavs den fasta växelkursen och Riksbanken ersatte den med ett inflationsmål.

Vid tidpunkten för införandet av inflationsmålet i Sverige i början av 1993 stod det helt klart att penningpolitikens viktigaste uppgift är att vara ett nominellt ankare för prisnivån. Detta kan ske på olika sätt, genom exempelvis fast växelkurs gentemot något/några (större) land i omvärlden som har trovärdiga inflationsmål eller genom ett nationellt mål för prisnivån. Detta mål kan utformas i termer av en produkt, vanligen en ädelmetall, eller en korg av produkter som är viktiga för hushållens levnadsstandard. Det lätt att i en ekonomisk modell visa att det ger högre välfärd om centralbanken lyckas stabilisera ett bredare prisindex än priset på en enskild vara (guld). I princip kan man likställa Riksbankens inflationsmål med att vi har en KPI-myntfot. Under guldmyntfoten 1871-1931 skulle 1 kg guld kosta 2480 kr. Under

nuvarande system ska varukorgen som ligger till grund för KPI kosta 2 procent mer än vad den kostade i följ.⁶⁸

Återgången till prisstabilitet gick över förväntan snabbt i Sverige och redan i mitten av 1990-talet hade inflationen kommit ner till ca 2 procent. Riksbanken kommunicerade, ganska naivt kan man tycka, att inflationen i stort sett alltid kunde föras tillbaka till 2 procent på 2 års sikt. Efter flera år med större eller mindre avvikelser började man skifta fokus till prismått som exkluderade effekterna av förändrade indirekta skatter och räntekostnader för egna hem, UNDI_X som senare skulle byta namn till KPIX. Det betonades också att inflationsmålspolitiken var flexibel, dvs. att tiden det skulle ta innan inflationen fördes tillbaka till målet skulle tillåtas bero av resursutnyttjandet i ekonomin. Ganska snart hamnade man dock i situationen att både resursutnyttjande och inflation låg under målsatta nivåer. Under 2003 började delar av Riksbankens direktion att använda stigande huspriser och hushållens skuldsättning som argument för att inte sänka reporäntan ytterligare.⁶⁹ I efterhand, efter den finansiella krisens utbrott hösten 2008, fick Riksbanken erkännande för att man hade "lutat sig mot vinden" och åtminstone verbalt sagt sig hålla högre reporänta under 2004-2007 än vad som kunde motiveras av inflation och resursutnyttjande.

Efter finanskrisens definitiva utbrott hösten 2008 sänkte Riksbanken reporäntan ner till 0,25 procent i april 2009 och vidtog dessutom en rad andra åtgärder under 2008-2010 för att motverka krisen. Vid denna tidpunkt motiverade både resursutnyttjande, inflation och finansiell stabilitet så låg reporänta som möjligt. Diskussionen om målen för penningpolitiken avtog därför. Men de senaste åren har den blommat upp igen när den svenska ekonomiska utvecklingen har varit bättre.

Penningpolitik i teori och praktik

Enligt den numera dominerande nykeynesianska teoribildning påverkar penningpolitiken efterfrågan och därmed inflationen genom att påverka realräntan. Med lägre realränta uppmuntras framåtblickande hushåll att tidigarelägga konsumtion och investeringar. Denna enkla beskrivning av hushållens beteende kompletteras sedan med att de antas ha vanor som innebär att de ogillar förändring i konsumtionen. På detta sätt mildras effekterna av förändrad realränta. Effekterna av ränteförändringar kan sedan illustreras med impuls-responser till penningpolitiska chocker från en dynamisk allmän jämviktsmodell (DSGE) som exempelvis

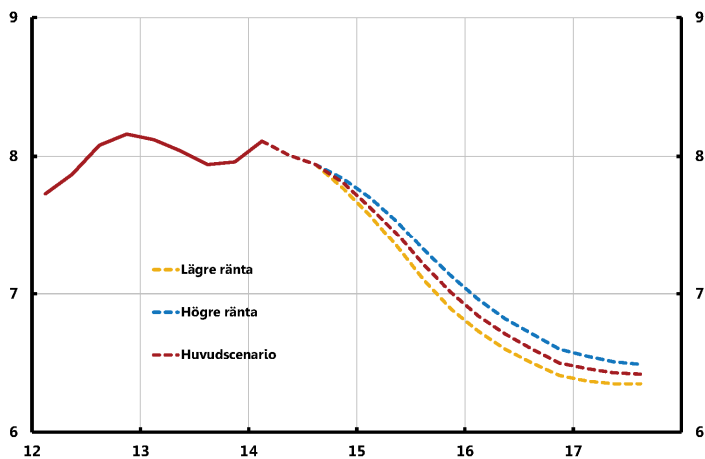
⁶⁸ Approximativt sett. I nuvarande konstruktion av KPI korrigeras för substitutionseffekter så att KPI i genomsnitt ökar ca 0,2 procentenheter långsammare än vad kostnaden för en identisk produktkorg gör.

⁶⁹ Se Giavazzi och Mishkin (2006), sid 54.

Riksbankens Ramses-modell. Effekterna av penningpolitiken framstår ofta som ganska stor i dessa modeller, men det är förenligt med de data som används i skattningarna

Riksbanken redovisar effektberäkningar av en alternativ penningpolitik med hjälp av Ramses i den penningpolitiska rapporten tre gånger per år. Diagram 1 redovisar hur Riksbankens huvudscenario för arbetslöshet, inflation och hushållens skulder från juli 2014 skulle påverkas av fyra kvartal med 25 räntepunkter högre respektive lägre reporänta. Den lägre räntan skulle enligt denna simulering innebära att inflationen mätt med KPIF skulle bli ca 0,2 procentenheter högre inom ett år. Med en dubbelt så stor ränteavvikelse skulle KPIF-inflationen vara uppe på 2 procent redan inom ett år.^{70, 71} Det verkar alltså möjligt att stabilisera både inflation och resursutnyttjande med en aggressiv penningpolitik. Inte perfekt så klart, eftersom ekonomin drabbas av störningar hela tiden, men i normalfallet kan man få tillbaka inflationen till målet inom något år med till synes modesta förändringar av reporäntan.

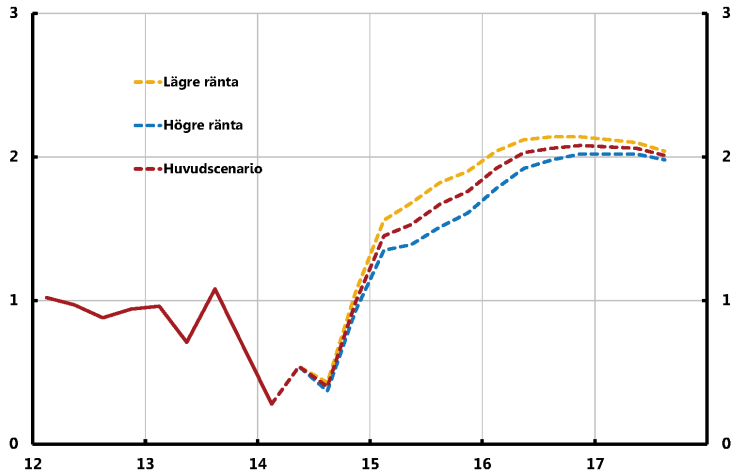
Effekten på arbetslösheten



⁷⁰ Förutsätter givetvis att Riksbankens huvudscenario är en bra prognos.

⁷¹ Ramses är en linjär modell vilket innebär att dubbelt så stor ränteavvikelse ger dubbelt så stora avvikelser för alla andra variabler i modellen. Här bortses också från komplikationen att reporäntan för närvarande är 0,25 procent och kanske inte kan sänkas till -0,25 procent.

Effekten på inflationen



Effekten på hushållens skulder

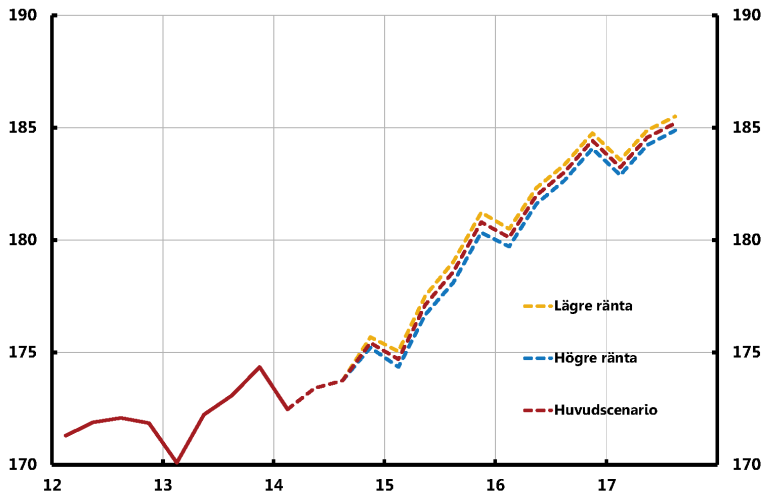


Diagram 1.

Effekten av alternativ penningpolitik enligt Riksbankens modell Ramses på arbetslösheten, inflationen och hushållens skulder.

Anm. Diagrammen visar effekterna av att hålla reporäntan 25 räntepunkter lägre eller högre än i huvudscenariot under 4 kvartal med början tredje kvartalet 2014.

Källa: *Penningpolitisk rapport*, juli 2014, Riksbanken.

Problemet är att det mesta av variationen av reporäntan i dessa modeller uppfattas som en endogen respons till störningar, oftast skattad enligt historisk reaktionsfunktion. Detta kan vara en rimlig beskrivning av hur penningpolitiken faktisk utformas, men frågan är hur pass mycket centralbanken kan avvika från detta beteende utan att responserna ändras? Är modellens estimerade parametrar robusta mot den så kallade Lucas-kritiken?

I vissa modeller antas dessutom en viss andel av hushållen vara likviditetsbegränsade så att konsumtionen är lika med disponibel inkomst plus den del av värdeökningen i olika tillgångar, främst bostäder, som kan belånas, se exempelvis Sellin och Walentin (2010). I denna modell får penningpolitiken större effekt på efterfrågan i ekonomin än i frånvaro av likviditetsbegränsade hushåll. Även om realismen i beskrivningen av mekanismen kan ifrågasättas är det ändå ett viktigt steg framåt för den penningpolitiska analysen.

Man kan lätt föreställa sig andra kanaler genom vilken penningpolitiken påverkar efterfrågan i ekonomin. En bland icke-ekonomer vanlig föreställning är att penningpolitiken främst verkar genom att lägre ränta ger hushållen större konsumtionsutrymme eftersom ränteutgifterna faller. Men då bortser man från att även ränteinkomsterna faller och, åtminstone i en sluten ekonomi, borde inte konsumtionsutrymmet påverkas direkt av en räntesänkning. Men i en verklig ekonomi som den svenska eller amerikanska är sannolikt den marginella konsumtionsbenägenheten betydligt högre hos bolåntagare som tjänar på lägre räntor än innehavare av bostadsobligationer som förlorar disponibel inkomst vid lägre räntor. En stor del av bostadsobligationerna ägs dessutom av olika pensionsfonder och livbolag vars inkomster många hushåll sannolikt har dålig överblick över. Denna "inkomsteffekt" har inget att göra med det intertemporala konsumtionsbeslut som ligger till grund för de nykeynesianska modellerna. Möjligen kan effekterna på efterfrågan och inflation bli snarlika så att prediktioner av effekterna av variation i ränta blir korrekta. Men det öppnar ändå upp för en fundering över hur fördelningsneutral penningpolitiken är. En vanlig föreställning är att penningpolitiken kan delegeras till experter eftersom den inte innehåller fördelningspolitiska dimensioner – alla hushåll påverkas lika i det intertemporala konsumtionsbeslutet. Men om andra kanaler är viktiga påverkas denna slutsats.

Det verkar inte orimligt att en stor del av efterfrågestabiliseringen i praktiken skapas genom att storstädernas bolåntagare får variation i ränteutgifter och därmed varierar sina konsumtionsutgifter. Detta behöver inte vara något problem, men väcker till eftertanke om hur långt stabilisering av efterfrågan med hjälp av penningpolitik bör drivas?

Penningpolitik och finansiell stabilitet

Efter finanskrisen har penningpolitikens roll för den finansiella stabiliteten börjat omprövas av många forskare och centralbanker. Många hävdar finansiell stabilitet alltid har varit ett uppdrag för centralbanker och att det är lämpligt även framöver. Modeller som försöker belysa avvägningen mellan stabilisering av inflation och resursutnyttjande å ena sidan och finansiell stabilitet å andra sidan utvecklas i rask takt. En introduktion till ämnet finns i Billi och Vredin (2014).

Riksbanken och flera andra bedömare tycks nu oroas av att en del hushåll tar för stora risker när de köper bostäder med liten andel eget kapital, dvs. hög belåning. Man är särskilt orolig för att många hushåll underskattar riskerna för betydligt högre framtida räntor. Resonemanget bygger på att om räntorna blir högre än väntat framöver så kommer ett antal hushåll vilja minska sina skulder antingen genom att öka sparandet (amortera mer) eller genom att byta till mindre och billigare bostäder. Om det senare sker pressas bostadspriserna och även andra hushåll kan finna det lämpligt (eller bli tvingade) att amortera mer. Båda mekanismerna dämpar hushållens konsumtion vilket sänker resursutnyttjande och inflation så att Riksbanken riskerar att missa sitt inflationsmål.

Det enklaste och mest rättframma argumentet emot detta resonemang är att om inflationen blir för låg för att räntan höjs behöver man inte höja räntan. Ibland förekommer i debatten anspelningar till att räntan måste höjas av något annat skäl och att vi därför kommer att få problem med för låg inflation. Men det är inget vettigt resonemang. Penningpolitikens överordnade uppdrag är att värna om penningvärdet och då måste styrräntan sättas därefter. Förvisso kan global jämviktsränta stiga och då kan sannolikt inte svensk ränta avvika för mycket utan att växelkursen försvagas, men det skulle i så fall lösa inflationsproblemet. Slutsatsen blir att Riksbanken knappast kan tvingas till att administrera en (internationellt driven) ränteuppgång som resulterar i svag konsumtion och därmed inflation under målet.

Förmodligen är det något annat som man oroas över. En rimlig hypotes är att man värnar om enskilda hushåll som kanske inte har realistiska framtidsförväntningar och därmed lånar för mycket idag. Om/när dessa hushåll inser sitt misstag kan det utlösa fallande bostadspriser och konsumtion. Riksbanken kommer då att hålla en lägre reporänta än annars för att hålla uppe efterfrågan i ekonomin. Hur väl man lyckas med det i en miljö där många bostadsägare vill amortera sina skulder kan man diskutera, särskilt om resonemanget ovan om bostadsägarnas konsumtion som en av de viktigaste kanalerna för penningpolitikens påverkan på efterfrågan är korrekt. Men inflationsmålet kommer man sannolikt kunna nå genom att lägre reporänta försvagar växelkursen. Påverkar givetvis nettoexporten också så effekten på efterfrågan är inte

noll.⁷² Slutsatsen blir att eventuell överoptimism bland hushållen nu knappast kommer att hota inflationsmålet i framtiden, men kan ge problem med svagt resursutnyttjande.

Liknande resonemang kan föras kring andra ”problem” på finansiella marknader som till exempel omotiverat högt risktagande, uppdrivna aktiekurser, höga priser på riskabla företagsobligationer och statspapper. Det kan mycket väl finnas problem och bristande rationalitet på finansiella marknader inklusive bolänemarknaden, men de låter sig inte lösas av högre styrräntor eftersom centralbanker inte, mer än i begränsad utsträckning och tillfälligt, kan påverka den reala räntan.

Vad är problemet nu?

I nuläget är den reala jämviktsräntan i världsekonomin mycket låg. Det finns många sparare och få låntagare. Denna utveckling påbörjades redan i slutet av 1990-talet när inkomstskillnaderna i många OECD-länder ökade och de asiatiska tillväxtekonomierna la om politiken för att minska underskotten i sina bytesbalanser. Men så länge som amerikanska sub-prime låntagare, bolåntagare i många OECD-länder samt ett antal sydeuropeiska stater tog på sig rollen som låntagare kunde efterfrågan och realräntor hållas uppe. När nu dessa låntagare efter finanskrisen har tvingats sluta ta lån de inte klarar av att betala tillbaka och tvärtom försöker minska skuldsättningen måste jämviktsräntan (den som ser till att planerat sparande blir lika med planerade investeringar i hela ekonomin) falla. Detta faktum kan inte centralbanker påverka.

Det låga ränteläget som blir följderna avslöjar brister i det finansiella systemet som exempelvis överdrivet risktagande och kortsiktiga hushåll. Dessa brister bör åtgärdas genom stärkt regelverk och förändrat skattesystem som inte i onödan uppmuntrar till skuldsättning. Men i en värld med många sparare och få låntagare kan inte spararna räkna med en positiv real avkastning utan att ta risk.

Detta borde inte vara något problem för stabiliseringspolitiken, utom möjligen problemet med en nedre gräns för nominella räntor. Om jämviktsrealräntan för en säker kort ränta är negativ samtidigt som inflation och inflationsförväntningar är låga är det inte säkert att centralbanken kan sätta en tillräckligt låg styrränta för att uppnå

⁷² I detta sammanhang förtjänar det att nämnas att den på kortare sikt förmodligen viktigaste kanalen varmed växelkursen påverkar efterfrågan går via utlandsresandet. Export och import av resevaluta har stark samvariation med växelkursen. Export respektive import av resevaluta motsvarade 2013 ca 2 respektive drygt 3 procent av BNP. En regression av den årliga förändringen i nettoexport av resevaluta i fast pris som andel av BNP föregående år (tillväxtbidraget) och årlig procentuell i nominell växelkurs mätt med KIX ger en förklaringsgrad (R²) på 0,43 under perioden 1994kv1-2014kv2. Regressionens skattade parametrar antyder att 10 procent försvagning av växelkursen med fördröjning om endast några kvartal har samvarierat med starkare nettoexport av resevaluta motsvarande 0,35 procent av BNP. Notera att detta är en korrelation som inte bevisar något om kausalitet.

den reala jämviktsräntan. Det kan vara ett argument för högre inflationsmål, men det är en annan fråga.

Givet inflationsmålet och låg internationell jämviktsränta får vi leva med låga nominella räntor i Sverige under överskådlig tid. Det kan inte Riksbanken påverka mer än marginellt. Fokus på makrotillsynspolitiken bör vara att motverka överdrivet risktagande baserat på orealistiska förväntningar och/eller snedvriden incitamentsstruktur. Det låga ränteläget ska stimulera reala investeringar och uppmuntra välbeställda hushåll att spara mindre (dvs. konsumera mer). Dessutom minskar räntebördan för belånade hushåll och staten vilket ger möjlighet för ökade konsumtionsgifter allt annat lika. Men med försiktig finanspolitik som siktar mot överskott i finansiellt sparande och makrotillsyn som bromsar hushållen skulder kommer de skuldsatta agenterna inte att kunna öka efterfrågan så mycket som i tidigare episoder med låga räntor. Penningpolitikens effekter begränsas i dagsläget därmed av stabilitetsbefrämjande åtgärder.

Det kanske största problemet med penningpolitiken i Sverige och på en del andra håll i världen nu är att många hoppas på att den ska kunna uppnå det omöjliga: få upp resursutnyttjande och inflation samtidigt som osund kreditexpansion motverkas. Även om penningpolitiken har viss inverkan på kredittillväxten kan den svårligen diskriminera mellan sund och osund kreditexpansion. I dagens Sverige skulle ökade investeringar i både bostäder och näringslivets övriga investeringar vara önskvärt för att öka resursutnyttjande och inflation. Det förutsätter sannolikt en ökad kreditvolym, vilket då är önskvärt. Men ökad kreditvolym för att finansiera köp av icke-reproducerbara tillgångar som fastigheter, guld och andra råvaror ger inte samma positiva effekt på resursutnyttjande och inflation. Denna kreditexpansion ökar därför främst riskerna utan att i någon större omfattning bidra positivt till konjunkturutvecklingen.

Konjunkturinstitutet mäter på uppdrag av Riksbanken hushållens förväntningar av framtida rörliga bolåneräntor sedan 2010. Förväntningarna även på längre sikt har varierat en del över tid men har hela tiden indikerat att hushållen i genomsnitt ser framför sig högre räntor, se diagram 2. Om man använder förväntningsdata från diagram 2 och interpolerar dessa för att beräkna förväntningar om rörliga bolåneräntor under alla perioder upp till 5 år kan den genomsnittliga förväntade rörliga bolåneräntan de kommande 5 åren beräknas.

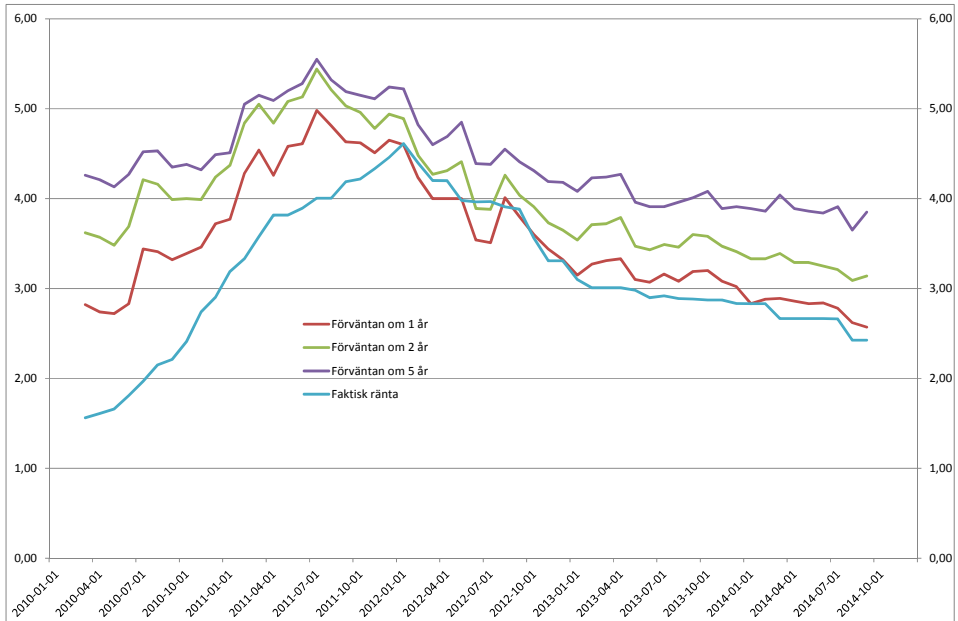


Diagram 2.

Hushållens förväntningar om framtida 3 månaders bostadsränta

Procent, genomsnitt av alla svar exklusive extremvärden

Källa: Konjunkturinstitutet

I diagram 3 jämförs denna beräknade förväntade genomsnittliga rörliga bolåneränta med SBAB:s bundna 5-årsränta. Samvariationen är slående, vilket talar för att hushållen i genomsnitt har samma förväntningar på framtida räntor som aktörerna på bostadsobligationsmarknaden. Om man befärdar att hushållen har orealistiskt låga förväntningar om framtida bostadsräntor kan det samma sägas gälla placerarna på internationella kapitalmarknader. Den allra senaste tiden har hushållen minskat andelen nya lån med rörlig ränta marginellt, se diagram 3. Det har sammanfallit med att det har blivit relativt sett mer förmånligt med bunden ränta enligt hushållens egna förväntningar. Det är också ett (svagt) tecken på rationellt beteende baserat på realistiska förväntningar.

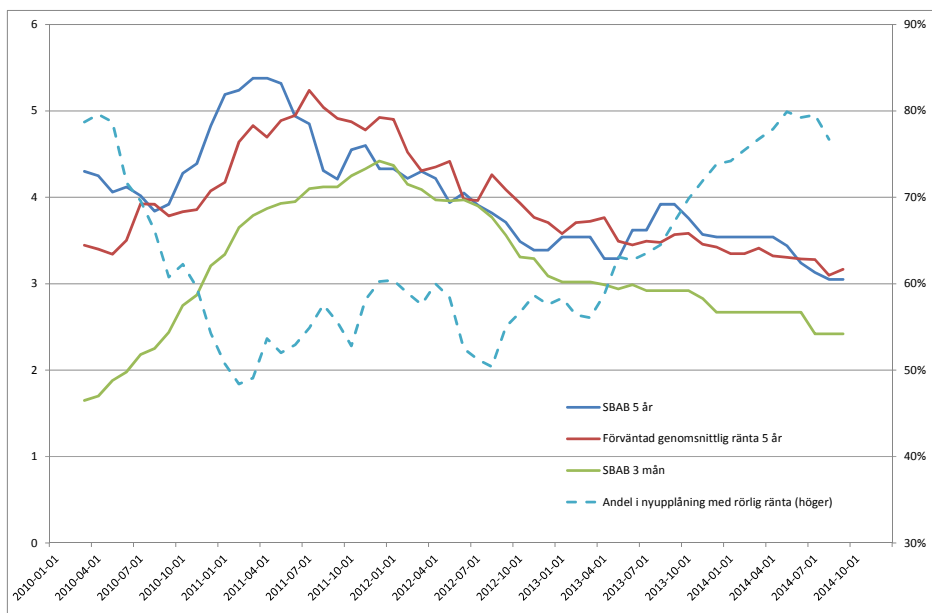


Diagram 3.

Hushållens genomsnittliga förväntade rörliga bolåneränta, SBAB:s bundna 5-årsränta och andelen nya lån med rörlig ränta, procent

Källor: Konjunkturinstitutet, SBAB och SCB/Riksbanken (Finansmarknadsstatistiken)

Det finns betydande variation i enskilda hushålls ränteförväntningar, vilket illustreras i diagram 4 som redovisar de individuella svaren från undersökningen i september 2014. Det är endast ett fåtal hushåll som tror på rörliga bostadsräntor lägre än 3 procent om 5 år. Nästan alla hushåll tror på högre rörliga bolåneräntor om 2 och 5 år än om 1 år.

Att hushållen har realistiska förväntningar på framtida bostadsräntor är dock ingen garanti för att det inte kan bli problem framöver. Trots det rekordlåga ränteläget är hushållen ränteutgifter som andel av disponibel inkomst inte rekordlåg, se diagram 5. Det beror så klart på skuldernas ökning. Om räntorna stiger i linje med hushållens förväntningar kommer genomsnittlig bostadsränta att stiga med ca 1,5 procentenheter eller med 50 procent, från dagens genomsnittliga implicitränta på 3 procent till ca 4,5 procent. Då skulle räntebetalningarnas andel av disponibel inkomsten före skatt (räntekvoten) stiga till knappt 7,5 procent av disponibel inkomst under förutsättning att skulderna ökar ungefär i linje med disponibel inkomst de kommande åren. Det skulle innebära att räntekvoten når upp till nästan de nivåer som rådde sommaren 2008 före finanskrisen, men betydligt lägre än nivåerna i mitten av 1990-talet. Det verkar inte sannolikt att sådan utveckling skulle utlösa en kollaps på fastighetsmarknaden, men om ränteuppgången blir högre är det så klart inte uteslutet med en kollaps.

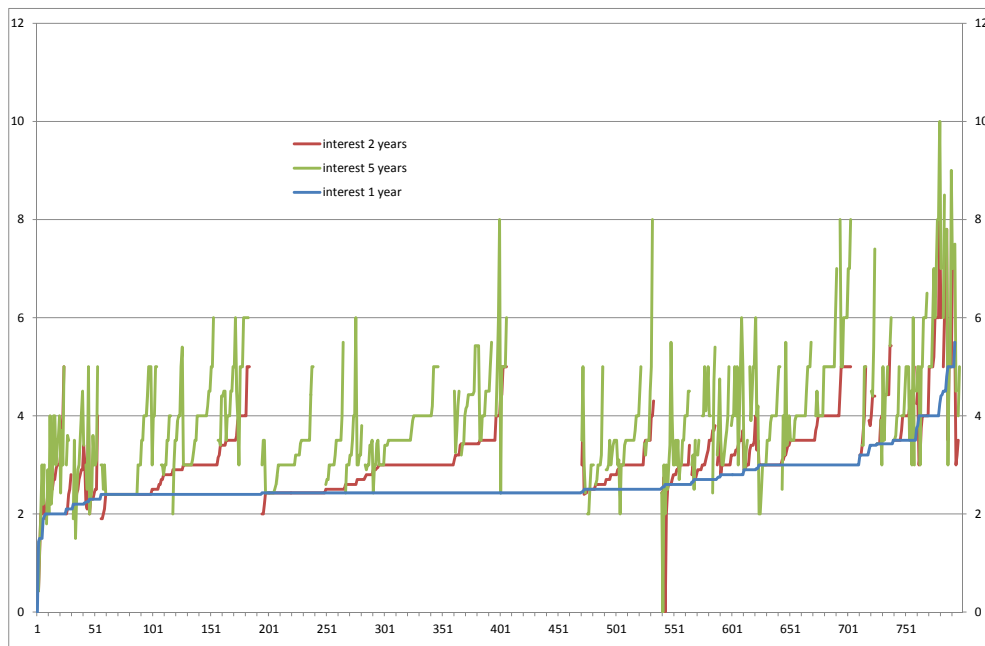


Diagram 4.

Enskilda hushålls förväntningar om framtida 3-månaders bolåneränta

Procent, september 2014, sorterade efter förväntningar på ett års sikt

Källa: Konjunkturinstitutet

Den kanske största risken för misstag i penningpolitiken nu är att man liksom vid flera tillfällen tidigare i historien tror att man kan lösa problem som inte penningpolitiken förmår hantera. Riksbankens analys av utvecklingen på finansiella marknader har många förtjänster. Det är uppenbart världsekonomin skulle vara betydligt stabilare och i genomsnitt uppvisa högre resursutnyttjande om ekonomierna hade haft sundare nivåer på skulder och större kapitalbuffertar. Men detta kan bara åstadkommas av förändrat regelverk och skattesystem. När centralbanker erbjuder politikerna en lösning – stramare penningpolitik – frestas politikerna att avstå från att fatta obekväma beslut. En bättre strategi är att ta fram beslutsunderlag som ger politikerna stöd för att fatta obekväma beslut.

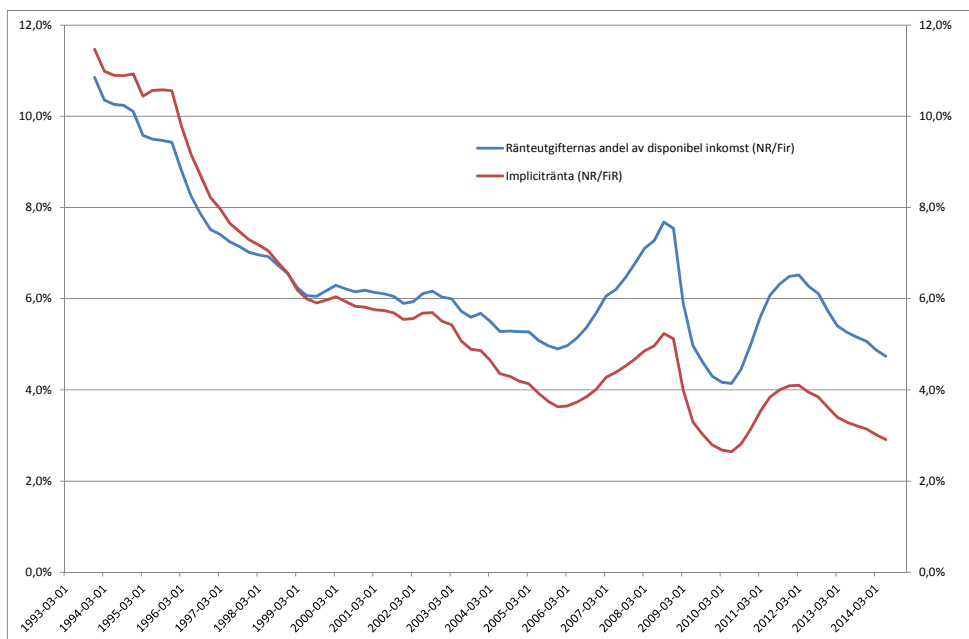


Diagram 5.

Ränteutgifter och genomsnittlig (implicit) ränta för hushållens skulder

Procent av disponibel inkomst respektive procent

Anm. Interpolerade skulder 1993-2000. Genomsnittlig disponibelinkomst senaste 4 kvartalen

Källa: SCB, nationalräkenskaper.

Vad kan göras nu?

Enligt både äldre och nyare teorier kan penningpolitiken bara påverka realräntan under begränsad tid. Om låga reala (och nominella) räntor skapar problem med för högt risktagande och för hög skuldsättning måste dessa problem hanteras med andra medel än styrräntor i dagsläget. Åtgärder som minskar risker i det finansiella systemet och därmed förbättrar penningpolitikens möjligheter att öka resursutnyttjandet och uppnå inflationsmålet behöver genomföras. Några tänkbara kandidater är:

- Dämpa prisutvecklingen på icke-reproducerbara tillgångar. Viktigast är fastigheter vars pris enklast kan dämpas med en fastighetsskatt.
- Håll fast vid försiktig finanspolitik. Ökade skulder, varken offentliga eller privata, kan inte vara en del av en långsiktig lösning. Behövs mer efterfrågestimulans bör det ske inom ramen för en balanserad budget, t.ex. genom mer omfördelande skatter.

- Minska skattesystemets uppmuntran till skuldsättning. Bolagsskattekommitténs förslag till slopade avdrag för utgiftsräntor i bolagsbeskattningen är intressant. Även hushållens ränteavdrag bör kunna minskas gradvis.
- Öka kapitalkraven i den finansiella sektorn. Vill banker komma i åtnjutande av insättargaranti är det rimligt med krav på bruttosoliditet om minst 10 procent, vilket kan jämföras med dagens faktiska nivå på ca 4 procent. Med kapitalkrav i denna storleksordning skulle bankverksamhet bli en ganska riskfri verksamhet för alla utom bankernas ägare.
- Ökad tydlighet i vilka garantier som finns respektive inte finns för bankernas skulder.
- Eventuellt kan kapitalkraven även behöva höjas för bolåntagare, t.ex. genom sänkt bolånetak.

Referenser

- Billi, R M och A Vredin (2014), "Penningpolitik och finansiell stabilitet – en enkel historia", *Penning- och valutapolitik*, 2014:2, Sveriges riksbank.
- Giavazzi, F och F S Mishkin (2006), "En utvärdering av den svenska penningpolitiken 1995-2005", Rapport från Riksdagen 2006/07:RFR 1, Finansutskottet.
- Jonung, L (1989), "En stabil stabiliseringspolitik" i *Ekonomi under debatt: Stabiliseringspolitik*, redaktör Lars Jonung, Nationalekonomiska föreningen och SNS förlag, Stockholm.
- Walentin, K och P Sellin (2010), "Housing collateral and the monetary transmission mechanism", WP no 239, Sveriges Riksbank.
- Söderström, H Tson m fl (1985), *Vägen till ett stabilt Sverige*, SNS Konjunkturråds rapport, Stockholm.

7 Monetary policy after the crisis



Stefan Gerlach

Stefan Gerlach är nationalekonom från Göteborg men numera bosatt utanför Zürich. Efter studier med början vid Lunds universitet och forskning i Schweiz och USA var han ekonom på BIS, chefsekonom på Hong Kong Monetary Authority, professor i monetär ekonomi i Frankfurt och var vice guvernör på Central Bank of Ireland när han skrev denna uppsats. Han är numera chefsekonom på BSI Bank och tycker att världen vore bättre om alla ekonomer studerade ekonomisk historia.

This paper considers whether and how the financial crisis that started in 2007/8 may impact on monetary policy in a lasting way. I argue that (i) the economic environment has changed in ways that will be reversed only slowly; (ii) the regulatory environment has changed permanently; (iii) some of the unconventional measures central banks have been using will remain in their tool kit; (iv) the objectives of monetary policy may be reassessed; and (v) monetary policy will play a greater role in supporting financial stability.

Introduction⁷³

The financial crisis that started as a tremor in August 2007, which was sharply amplified by the collapse of Lehman Brothers in September 2008, and followed by a fiscal crisis in the euro area, has led a number of central banks to cut policy rates by an unprecedented extent and to adopt a range of "unconventional" measures to stimulate the economy.⁷⁴ Economic conditions are now recovering in some countries, including the UK and US, where in the not too distant future the process of "normalising" monetary policy by raising interest rates is likely to start. How might monetary policy look then? Will central banks set policy in much the same way as they did before the crisis or will the developments of recent years leave

In this paper, I argue that monetary policy might change for at least five reasons. First, the economic environment has been transformed: public debts and unemployment rates have increased sharply and key parts of the financial system function poorly. These changes are likely to be felt for many years to come. Second, improvements in the global regulatory framework set out in the third Basel Accord have implications for monetary policy. Third, central banks have learned to use other tools beyond short-term interest rates to influence the economy. Their experience with these will not be forgotten and they are likely to use many of them again if the need arises. Fourth, the crisis has raised questions regarding the exact objectives of monetary policy, in particular about the choice of inflation target and the potential use of nominal GDP or price level targeting. Fifth, the role that monetary policy should play in the pursuit of financial stability is receiving renewed attention. This suggests that while monetary policy will not return to the pre-crisis plain vanilla type, exactly how it will change is unclear. I consider each of these factors separately below.

The monetary policy environment

What monetary policy can achieve and how it should be conducted depend on the economic environment. While some countries, including Sweden, have come through the crisis relatively unscathed and growth is returning in many economies, the macroeconomic environment is now more adverse than at any time since, at least, the 1970s. Three changes are notable.

⁷³ This paper was prepared for the Arne Ryde Conference on "Macropolicy in crisis", Lund University, October 3-4, 2014. The views expressed are mine and do not reflect those of the Central Bank of Ireland. I am grateful to León Fernández Brennan, Sarah Holton, Rebecca Stuart and, in particular, Danielle Kedan and Allen Monks for useful comments.

⁷⁴ Stone et al. (2011) and IMF (2013) review these policies.

High public debts

Public debts have exploded in many countries, as so often after a financial crisis (Reinhart and Rogoff 2009).⁷⁵ Figure 1 shows that debt-to-GDP ratios have risen sharply, and are projected by the OECD to remain elevated, in many advanced economies. To think about the consequences this will have, recall that the debt-to-GDP ratio increases if the interest rate at which the public debt is serviced exceeds the growth rate of the economy and if the government is running a primary deficit, including any costs of supporting the financial system.⁷⁶ Unfortunately, economic growth and inflation typically recover, at best, slowly after a crisis. Kannan et al. (2009) show that recessions associated with financial crises tend to be particularly severe and recoveries tend to be slower than otherwise.⁷⁷ Thus, nominal GDP growth is likely to remain modest for years to come, making it difficult to reduce public debts.

Furthermore, while concerns about debt sustainability in the euro area led investors during the height of the crisis to demand large risk premiums to hold government bonds of highly indebted countries, interest rates and credit spreads have been compressed by accommodative monetary policy. Once economies recover and policy-controlled interest rates start to rise from the zero lower bound, governments in these countries may face quickly rising borrowing costs. While this would provide them with incentives to reduce debt, it also makes it more difficult to do so.

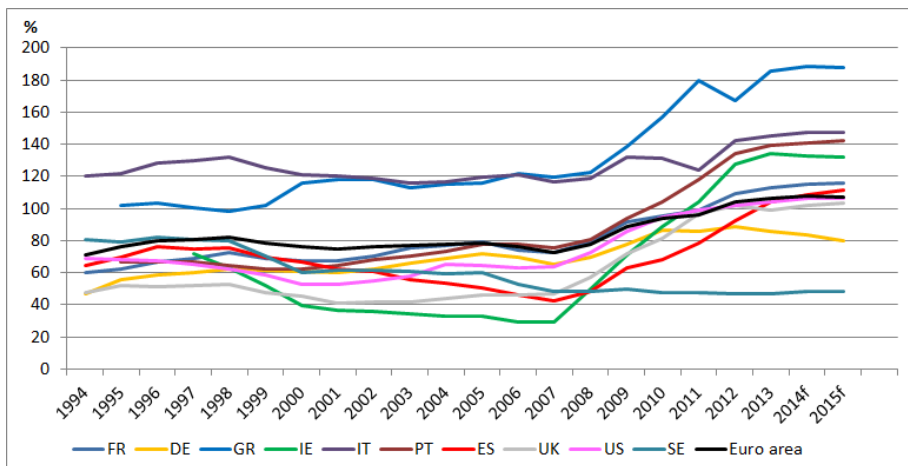


Figure 1.
Gross Debt-to-GDP Ratios for Selected Countries (1994-2015f)
Source: OECD

⁷⁵ While private debts are also very high, in the interest of brevity, here I focus on public debt.

⁷⁶ The interest rate and GDP growth can either be measured in nominal or real terms.

⁷⁷ See also Helbling and Terrones (2003).

The fact that governments are unlikely to reduce debt rapidly has three consequences for central banks (Smets and Trabandt 2012). First, it increases the burden on monetary policy. Fiscal tightening that is necessary to ensure that debts are sustainable will slow the economies, requiring central banks to stimulate demand to maintain inflation at target. With interest rates almost at zero, this is difficult to achieve.

Second, large public debts risk worsening central banks' inflation control, making movements in inflation larger and more protracted. Suppose that inflation rose unexpectedly above the target, warranting a tightening of monetary policy to reduce the risk that it would stay at that level permanently. Since higher interest rates reduce economic growth and tax revenues, increasing the primary deficit and worsening debt dynamics, in a situation of very high public debt central banks may hesitate to tighten policy in the hope that inflation would return to its previous level on its own accord.

Third, the risks associated with high public debts impact on the functioning of financial markets and blunt the monetary transmission mechanism as many financial intermediaries hold large amounts of public debt. Indeed, in the euro area, the link between banks and sovereigns has strengthened during the crisis as banks have increased their holdings of domestic sovereign debt (see Figure 2).

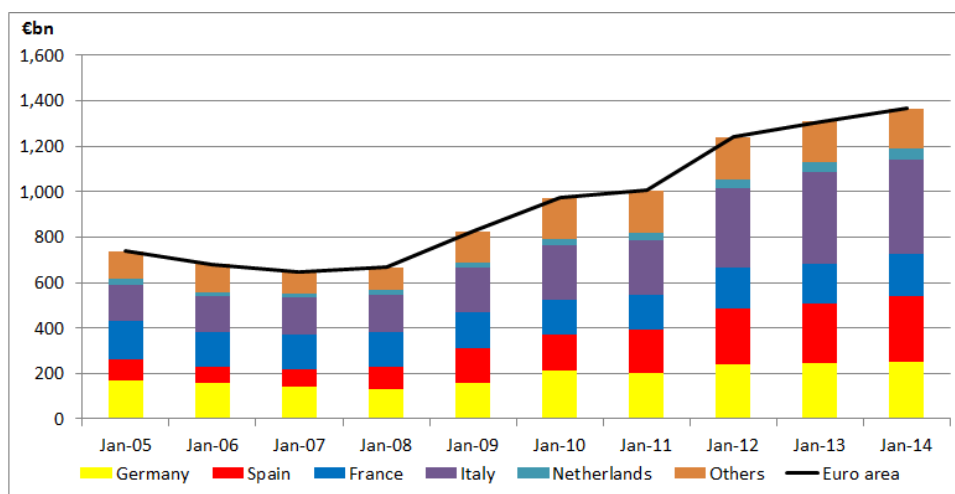


Figure 2.
Euro Area MFIs' Holdings of Domestic Government Securities
Source: ECB2.2 High unemployment

Another legacy of the crisis is a surge in unemployment, which will remain a feature of the economic landscape in some countries, including the euro area, for many years. Indeed, the OECD forecasts unemployment to decline only very gradually over the next two years (see Figure 3).

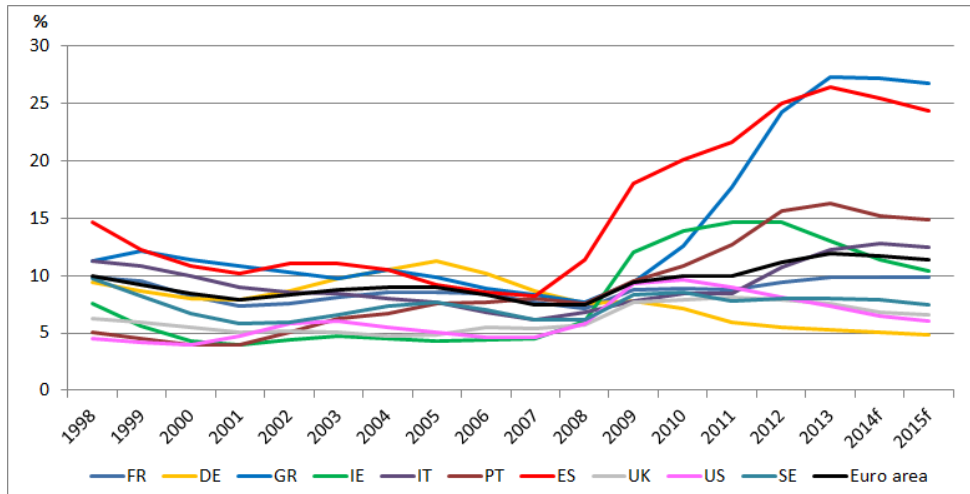


Figure 3.
Unemployment Rates for Selected Countries (1998-2015f)
Source: OECD

High unemployment is typically interpreted by the public as evidence that monetary policy is too tight and risks bringing political pressure on central banks to "do more" to combat it. While central bank independence is helpful, it may not fully insulate monetary policy makers from outside pressures. For instance, central banks' objectives are typically set by Governments and can be changed. The high unemployment rates run the risk of causing strong political pressures for more expansionary monetary policy.

In practice, the increase in unemployment during the crisis partially reflects a rise in the natural rate of unemployment, particularly in the economies most severely affected by housing bubbles, that does not warrant an easing of monetary policy.⁷⁸ The collapse in the construction sector in Ireland, for example, appears to have contributed to an increase in the Irish NAIRU.⁷⁹ Similarly, the increase in long-term unemployment in a number of countries is compatible with an increase in the natural rate of unemployment (see Figure 4).⁸⁰

⁷⁸ See Guichard and Rusticelli (2011). Evans (2011) concludes that structural changes in the US labour market have kept unemployment at high levels in recent years.

⁷⁹ The OECD estimates the Irish natural rate of unemployment to have increased to around 10.5 per cent in 2013 from 7.5 per cent in 2006.

⁸⁰ Blanchard and Summers (1987) and Ball (2009) argue that there is a close link between long-term unemployment and the natural rate of unemployment.

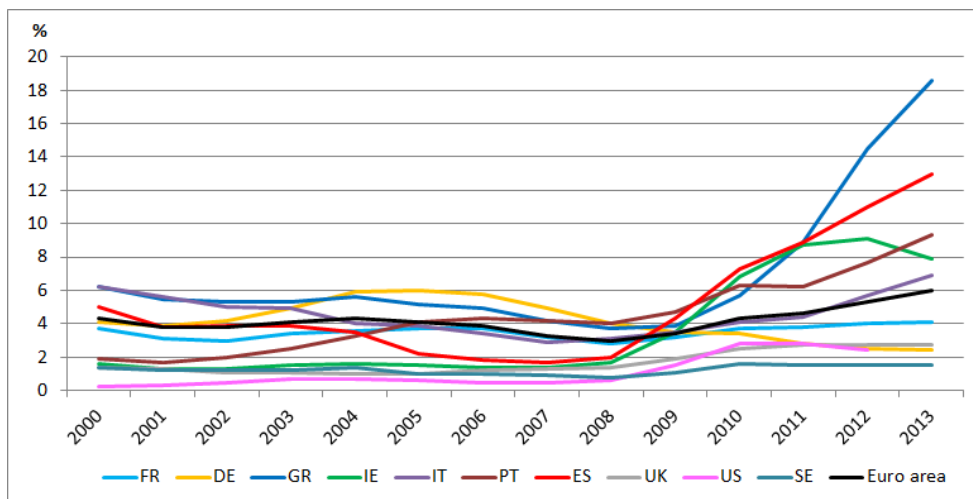


Figure 4.
Long-term Unemployment Rates for Selected Countries (2000-2013)
Source: Eurostat

Uncertainty about just how much the natural rate of unemployment has risen makes it difficult for central banks to determine the appropriate degree of monetary stimulus. The risk of policy errors therefore rises.

Weakness in the financial system

A third consequence of the financial crisis is an impairment of the functioning of the financial sector. Credit spreads widened and liquidity declined sharply in unsecured money markets. In the euro area, interbank markets have segmented across national boundaries, with banks in some countries effectively locked out of these and forced to rely on the ECB for liquidity. This has contributed to increased divergence in funding costs for banks across the euro area. Credit risk concerns have also made it more difficult for some banks to obtain funding in bond markets.

These developments complicate monetary policy. Most obviously, banks' funding problems have raised the cost and reduced the availability of credit for firms and households. Hempell and Kok Sørensen (2010) show that these supply constraints have affected credit growth and Ciccarelli et al. (2010) show that credit supply constraints contributed to the fall in growth in the early part of the crisis in the euro area and in the US.

Tensions in the financial sector have also blunted the monetary transmission mechanism (Svensson 2010). Although interest rates have been reduced almost to zero in some countries, economic activity remains weak. To support the economy,

many central banks have adopted non-standard monetary policy measures, including forward guidance and quantitative easing. These policies are arguably less effective than interest rate changes and more difficult to calibrate in light of central banks' very limited experience using them.⁸¹

Overall, the economic environment in which central banks operate has been transformed in a lasting way as a consequence of the crisis. In particular, public debts and unemployment rates have increased sharply and the financial system remains weak if not impaired in many countries. This is an unfamiliar and challenging context in which to set monetary policy.

Regulatory changes

The financial crisis has also prompted revisions to the international regulatory framework. In terms of monetary policy, one change which is particularly relevant is the increased focus on banks' liquidity. Banks will, from 2019, have to fully comply with the "liquidity coverage ratio" (LCR)⁸², which will require them to increase their funding from sources that are unlikely to dry up in a stress scenario. In essence, this means more secured, longer-term funding.

While this is eminently sensible from a prudential perspective, it raises issues for monetary policy makers. First, unsecured money market rates play a central role in the transmission of monetary policy; less activity in these markets may have implications for the transmission mechanism.⁸³ Furthermore, the emphasis on longer-maturity funding could shift interbank money market activity away from the overnight and shorter-term tenors, which are the rates central banks traditionally seek to influence. Second, since central bank funding is more reliable than market-based funding in a stress scenario, it is treated more favourably in the LCR calculation than similar funding obtained from other financial institutions. This may result in a structural shift in demand for central bank liquidity.⁸⁴ Depending on the implementation of monetary policy, this could exert upward pressure on market

⁸¹ The IMF (2013) summarises different central banks' use of unconventional monetary policies.

⁸² The LCR has two components: (i) the value of the stock of high quality liquid assets (HQLA) in stressed conditions and (ii) total net cash outflows. The LCR is defined as: $\text{Stock HQLA} / \text{Total net cash outflows over next 30 calendar days}$. There are two categories of HQLA: "Level 1" and "Level 2" assets, the former being the most liquid. For more details, see BIS (2013).

⁸³ See Cœuré (2013) for a discussion of liquidity regulation and monetary policy.

⁸⁴ All funding obtained from the central bank, even if collateralised with non-HQLA, is assigned a "roll-over" rate of 100 per cent; this means that such funding is not included in the denominator of the LCR. In contrast, interbank funding that matures in less than 30 days is only assigned a roll-over rate of 100 per cent if it is backed by Level 1 assets; otherwise, such funding will be included in the denominator of the LCR.

rates.⁸⁵ These considerations raise a number of questions for monetary policy makers going forward: are unsecured, overnight market rates the best operational target and will traditional monetary policy operations allow for the same level of control over interbank rates as in the past?

Price stability

A third potential reason for why monetary policy may change arises from the renewed debate about the role of price stability as the objective of monetary policy and how it should be defined. Some observers have argued that central banks focused excessively on price stability before the crisis and that this emphasis led them to downplay or disregard developments in the financial sector.⁸⁶ A better approach, it is claimed, would be to use monetary policy to lean against financial imbalances, even if this might worsen inflation control.⁸⁷ Under this approach, price stability would remain the main objective of monetary policy but central banks should have more leeway to pursue financial stability goals temporarily.⁸⁸

But how should price stability be operationalized? Among advanced economies, it is typically defined as CPI inflation of around 2% over a "medium term" horizon. Of course, the lower the inflation objective, the greater is the likelihood that the central bank will be forced to reduce interest rates to zero on occasion.⁸⁹ Blanchard et al. (2010) suggest that central banks should consider aiming for somewhat higher inflation than before the crisis in order to have more room for interest rate reductions if a contractionary shock occurs. Ball (2014) argues that the fact that economic disturbances were relatively modest in the decades before the financial crisis erupted made previous analysts underestimate the likelihood that the zero lower bound would be reached.⁹⁰

⁸⁵ For example, prior to October 2008 when the ECB introduced fixed rate full allotment tender procedures, the main refinancing operations were conducted as competitive auctions, in which the policy rate was a minimum bid rate. Under the variable rate tender regime, EONIA was on average around 7 basis points above the policy rate.

⁸⁶ A number of contributions to Vox have made this point; e.g., De Grauwe (2007), Giavazzi and Giovannini (2010), Ongena and Peydró (2011), Biggs and Mayer (2012) and Frankel (2012).

⁸⁷ Operationally, this could be done by specifying the inflation objective in terms of a broad band and/or declaring that it only needs to be achieved on average over a longer time period, say 5 years.

⁸⁸ This argument recognises that price stability is conducive to achieving financial stability (IMF 2010).

⁸⁹ That likelihood is also inversely related to the equilibrium or neutral level of the real interest rate. Some observers have recently argued that that level has declined. See Summers (2014) for a particularly forceful argument.

⁹⁰ For instance, see Reifschneider and Williams (2000).

Other observers do not find this argument compelling.⁹¹ Higher inflation objectives would increase average inflation and therefore inflation volatility and price dispersion, which are costly. Seeking to achieve more room for interest rate cuts also presumes that there are no other policies that can be used to stimulate demand if the zero lower bound is reached. However, during the crisis new "unconventional" policy tools were adopted and central banks thus do in fact have policy instruments at their disposal, even at the zero lower bound. Furthermore, given that inflation is below the target in many economies, including in Sweden, the credibility of any announced increase in the inflation objective is debatable as the recent experiences of Japan suggest.

Finally, transitioning to a higher inflation target in the current economic climate may be problematic. Suppose expected inflation rose. If so, one would expect nominal interest rates to rise as well, offsetting the stimulatory effect of higher inflation expectations. Worse, to the extent that borrowers are cash-flow constrained, the increase in nominal interest rates could be contractionary. Moreover, if inflation objectives were changed once, they could be changed again, which risks eroding the credibility of monetary policy.

There has also been renewed interest in nominal income or price level targeting, though the literature on this dates back to at least the 1970s.⁹² These backward-looking targets would require central banks to accept higher future inflation to offset past deviations below the target path. This could provide a further boost to economies still struggling despite interest rates being lowered to the zero bound, as policy makers would have to keep interest rates lower for longer than would be the case under inflation targeting. Such policy targets, however, are not without limitations. Targeting nominal income, for example, requires the use of GDP data, which are not timely and are subject to large revisions. If economic weakness stems from a contraction in potential GDP, rather than a collapse in demand, such policies would lead to higher prices with no gains in output and employment. An adoption of nominal GDP targeting could therefore make it difficult for the public to form inflation expectations and could cause them to become dis-anchored.

For these reasons it seems unlikely that any central bank would decide to raise its inflation objective or adopt nominal income or price level targeting. That said, a government could change the central bank act to induce monetary policy makers to attach greater weight to additional variables other than inflation or to target a higher inflation rate. Furthermore, central banks that have not specified a numerical inflation objective may think again before doing so.

⁹¹ For example see Coibion et al. (2012), Bean et al. (2010) and Kohn (2010).

⁹² For a discussion of nominal income and price level targeting, see for example, Woodford (2012), Frankel (2012), Vestin (2006) and Eggertsson and Woodford (2003).

The instruments of monetary policy

Another reason why we may not return to the pre-2007 monetary policy consensus is that central banks now conduct policy in unconventional ways and it seems plausible that some of these innovations will be retained going forward.

Before the crisis, monetary policy was implemented through a very short-term policy or interbank rate (Stone et al. 2011). Changes in these rates have little direct impact on aggregate demand, which is much more sensitive to long-term interest rates. During the crisis central banks broadened their practices regarding the implementation of monetary policy. Stone et al. (2011) distinguish between operations maintaining financial stability through the smooth provision of liquidity to the banking system, and operations providing macroeconomic stimulus in a situation where interest rates have reached a lower bound.⁹³

The new liquidity-enhancing policies have been successful in reducing stress in interbank markets, as evidenced by spreads between LIBOR and Overnight Indexed Swap rates or t-bill yields.⁹⁴ These policies involved extending the frequency and maturity of market operations, broadening the range of eligible counterparties and adopting a much wider definition of acceptable collateral. Many central banks also engaged in foreign exchange swaps in order to provide the domestic banking system with foreign exchange. Furthermore, some central banks undertook operations aimed at improving the functioning of specific dysfunctional market segments.⁹⁵

After the collapse of Lehman Brothers, central banks cut interest rates sharply, in many cases to the zero lower bound. Without the possibility of using interest rates to impart greater stimulus, a number of central banks attempted to further ease monetary policy by signalling their intentions to maintain short-term interest rates at a very low level for an extended time.⁹⁶ Such forward guidance can depress longer-term yields and evidence does suggest that it has been at least partly effective in lessening the sensitivity of interest rates to news.⁹⁷

During the crisis central banks also engaged in large scale asset purchases to depress long-term interest rates. Such purchases were not always limited to government bonds, as the Federal Reserve, for example, made substantial purchases of private

⁹³ In theory, that lower bound is at zero. In practice, a floor for interest rates may be reached before that.

⁹⁴ See Ait-Sahalia et al. (2009).

⁹⁵ For example the Fed's Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) announced in March 2009, was "designed to catalyze the securitization markets by providing financing to investors to support their purchases of certain AAA-rated asset-backed securities (ABS)."

⁹⁶ Examples of central banks that employed forward guidance during the crisis are the Federal Reserve, the Bank of Canada, the Bank of England, the Riksbank and the European Central Bank.

⁹⁷ See for example IMF (2013).

debt.⁹⁸ The Euro-system also bought sovereign and covered bonds to strengthen the monetary transmission mechanism. While the policy appears to have been effective in reducing yields, the ways in which such purchases impact on the economy are not fully understood.

Will these innovations be retained? Some of the policies in the area of liquidity provision may continue since segments of the financial system are likely to remain impaired in many countries for a considerable time. Foreign exchange swap lines between central banks could become a permanent fixture, and while interventions in dysfunctional market segments are unlikely to be commonplace, central banks may intervene in the face of renewed stress. With respect to asset purchases, however, central banks may be more hesitant in continuing such operations in normal times, in particular since they unavoidably raise concerns about fiscal dominance. Perhaps the greatest lesson for monetary policy makers from the crisis is that in an emergency, they should think more expansively of their role in ensuring market functioning.⁹⁹

Finally, the crisis brought a significant reduction in money market activity, due to a combination of perceptions of credit risk and large amounts of excess liquidity arising from central bank crisis measures. The shift towards secured interbank activity through increased reliance on repo markets will likely continue in the future, especially given the Basel III liquidity regulations discussed in Section 3. In the longer term, this may lead central banks to consider targeting a secured rate, rather than an unsecured rate which is current common practice.

Monetary policy and financial stability

How should central banks respond to financial bubbles? Before the crisis, there were two competing views.¹⁰⁰

The first was that central banks should lean against large and sustained increases in credit and asset prices, in particular housing prices, with monetary policy.¹⁰¹ This assessment was based on evidence that such booms have frequently ended in financial crashes, and the belief that a limited tightening of monetary policy could be used to stop them. Thus, while raising interest rates would slow the economy and reduce inflation below its objective, these effects were believed to be small relative to the large

⁹⁸ Early on during its quantitative easing programme, the Bank of England purchased commercial paper and corporate bonds alongside UK gilts, but these purchases were a very small share of the overall size of the asset purchase programme.

⁹⁹ There has been a growing literature on the “market-maker of last resort” function of central banks in recent years. See, for example, Buitert and Sibert (2007).

¹⁰⁰ See Kohn (2006, 2008).

¹⁰¹ See Borio and White (2003), ECB (2005), White (2006, 2009) and Blanchard (2000).

benefit of avoiding a financial crisis. Moreover, while pursuing policy in this way would lead to occasional deviations of inflation from target, the aim of this policy is to avoid having a bursting financial bubble pushing inflation below the objective. Thus, it was seen as fully compatible with inflation targeting, albeit with a targeting horizon longer than the two to three years traditionally used by central banks.

The second strategy held that central banks should not attach particular significance to asset prices, unless they are accompanied by inflation pressures that would warrant higher interest rates. Instead, monetary policy should respond vigorously to the consequences of the collapse of an asset price bubble (Greenspan 2002). This approach was based on the view that it is difficult to predict an asset price bust, and that in order to slow an asset price boom, monetary policy would have to be tightened to such an extent that economic growth and inflation would be reduced sharply.

There is now greater support for the view that central banks have a role to play in preventing asset price bubbles. But should monetary policy play a primary role? While tighter monetary policy would slow credit growth and asset prices, the evidence suggests that the interest rate increases necessary to do so would indeed have severe consequences for inflation and economic activity.¹⁰² Moreover, since asset price bubbles are largely national phenomena, monetary policy may not be appropriate for addressing national risks to financial stability in a monetary union.

Monetary and macro prudential policy

It is now widely accepted that with both price stability and financial stability objectives, two (sets of) tools – monetary and macro prudential policy – are necessary. Monetary policy should continue to aim at ensuring price stability and macro prudential policy at safeguarding financial stability.¹⁰³ But since macro prudential policy affects the behaviour of the financial sector that plays a central role in the monetary transmission mechanism, these two policies necessarily interact.¹⁰⁴ This raises several issues.

First, an understanding of how macro prudential policy impacts on the outlook for inflation and economic activity is necessary. How much must monetary policy be relaxed to prevent a tightening of macro prudential policy from impacting on aggregate demand and inflation pressures? While central banks have responded to the crisis by increasing the monitoring and analyses of vulnerabilities in the financial

¹⁰² See Assenmacher-Wesche and Gerlach (2010) and Crowe et al. (2011).

¹⁰³ Bank of England (2011) contains a discussion of possible macro prudential instruments. See also Lim et al. (2011).

¹⁰⁴ See Beau et al. (2012).

sector, more work on quantifying macro-financial linkages is needed. The process of integrating the financial sector in macroeconomic models is currently underway.

Second, the fact that macroprudential policy is new and its effectiveness is still unclear raises the question whether monetary policy should be used to support it on second-best grounds. The crisis has shown that the financial system was too opaque for financial regulators and supervisors to be able to prevent excessive risk taking, and that regulation and supervision can be overwhelmed by an explosion of financial activity if interest rates are reduced to very low levels, as will be necessary from time to time for price stability reasons.

This issue of whether monetary policy should be used to support macroprudential policy has not been settled. While it seems likely that some central banks will decide to do so, it is clear that any benefits this policy may bring in terms of greater financial stability will come at a cost of greater swings in inflation and economic activity.

The fact that monetary policy and macro prudential policies both impact on aggregate demand and risk-taking in the financial sector raises the issue of whether they should be set separately or coordinated.¹⁰⁵ While in theory coordination is always helpful, in practice it may be harmful if the two sets of policy makers have different objectives or understandings of the functioning of the economy.

Coordination may only be important if monetary and macro prudential policies are in conflict. Since asset price booms are typically associated with rapid growth and rising inflation pressures, they may warrant both tighter macro prudential and monetary policy. As noted by Beau et al. (2012), a conflict between the two policies is most likely to arise in the case of positive supply shocks, which tend to reduce inflation pressures and thus permit a relaxation of monetary policy, and increase asset prices, raising the risk of a bubble forming.

A further reason for why the coordination may be of limited practical significance is that financial cycles are much longer and slower-moving than business cycle.¹⁰⁶ Macroprudential policies are therefore likely to be changed infrequently and are best seen as providing a backdrop to the setting of monetary policy.

Conclusions

The financial crisis that started in 2007 has had a profound impact on central banks. It has left monetary policy makers with a less familiar and more challenging economic environment – characterised by high public debts, elevated levels of unemployment and weaknesses in the financial system – that is likely to remain for some considerable period of time.

¹⁰⁵ See Nier et al. (2011).

¹⁰⁶ See Borio (2012).

It has also forced monetary policy makers to do unconventional things. The lessons they have learned in dealing with the crisis will not be forgotten. On the contrary, the developments over the past years are likely to leave an indelible mark on the implementation of and thinking around monetary policy for years to come. Indeed, some of the "unconventional" tools employed at the zero lower bound may well become "conventional" instruments or be retained as standing backstop facilities.

Debate is certain to continue on the objectives of monetary policy and the role of monetary policy in the pursuit of financial stability. While monetary policy will not return to the pre-crisis plain vanilla type, exactly how it will change is unclear.

References

- Ait-Sahalia, Y, J Andritzky, A Jobst, S Nowak and N T Tamirisa (2009), "How to stop a herd of running bears? Market response to policy initiatives during the global financial crisis", IMF Working Paper 09/204.
- Assenmacher-Wesche, K and S Gerlach (2010), "Credit and bubbles", *Economic Policy*, Vol. 25, Issue 63, pp. 440-482.
- Ball, L (2009), "Hysteresis in unemployment: old and new evidence", NBER Working Paper No. 14818.
- Ball, L (2014), "The case for a long-run inflation target of four percent", IMF Working Paper 14/92.
- Bank of England (2011), "Instruments of macroprudential policy", Discussion Paper, December.
- Beau, D, L Clerc and B Mojon (2012), "Macro-prudential policy and the conduct of monetary policy", Banque de France Working Paper No. 390.
- Bean, C, M Paustian, A Penalver and T Taylor (2010), "Monetary policy after the fall", paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 28 August.
- Biggs, M and T Mayer (2012), "How central banks contributed to the financial crisis", VoxEU.org, 10 September.
- BIS (2013), "Basel III: The Liquidity coverage ratio and liquidity risk monitoring tools", January.
- Blanchard, O (2000), "Bubbles, liquidity traps, and monetary policy", in *Japan's financial crisis and its parallels to the US experience*, R. Mikitani and A. Posen, (eds), Institute for International Economics, Special Report 13.
- Blanchard, O, G Dell'Ariccia and P Mauro (2010), "Rethinking macroeconomic policy", IMF Staff Position Note, SPN/10/03.

- Blanchard, O and L Summers (1987), "Hysteresis in unemployment", *European Economic Review*, Vol. 31, Issue 3, pp. 543-560.
- Borio, C (2012), "The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?" BIS Working Paper No. 395.
- Borio, C and W White (2003), "Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes", BIS Working Papers No. 147.
- Buiter, W and A Sibert (2007), "The central bank as the market maker of last resort: from lender of last resort to market maker of last resort", VoxEU.org, 13 August.
- Ciccarelli, M, A Maddaloni and J L Peydró (2010), "Trusting the bankers – a new look at the credit channel of monetary policy", ECB Working Paper No. 1228, July.
- Cœuré, B (2013), "Liquidity regulation and monetary policy implementation: from theory to practice", speech at the Toulouse School of Economics, 3 October.
- Coibion, O, Y Gorodnichenko and J Wieland (2012), "The Optimal Inflation Rate in New Keynesian Models: Should Central Banks Raise Their Inflation Targets in Light of the Zero Lower Bound?", *Review of Economic Studies*, Vol. 79, No. 4, pp. 1371-1406.
- Crowe, C, G Dell'Ariccia, D Igan and P Rabanal (2011), "Policies for Macrofinancial Stability: Options to Deal with Real Estate Booms", IMF Staff Discussion Note SDN/11/02, 25 February.
- De Grauwe, P (2007), "There is more to central banking than inflation targeting", VoxEU.org, 14 November.
- ECB (2005), "Asset price bubbles and monetary policy", ECB Monthly Bulletin, April.
- Eggertsson, G and M Woodford (2003), "The zero bound on interest rates and optimal monetary policy", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, pp. 139-233.
- Evans, C (2011), "A risk management approach to monetary policy", speech at the Ball State University Center for Business and Economic Research Outlook Luncheon, Muncie, Indiana, 5 December.
- Frankel, J (2012), "The death of inflation targeting", VoxEU.org, 19 June.
- Giavazzi, F and A Giovannini (2010), "The low-interest-rate trap", VoxEU.org, 19 July.
- Guichard, S and E Rusticelli (2011), "Reassessing the NAIRUs after the crisis", OECD Economics Department Working Paper No. 918.
- Greenspan, A (2002), "Economic volatility", speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 30 August.
- Helbling, T and M Terrones (2003), "When bubbles burst", *IMF World Economic Outlook*, April 2003, pp. 61-94.
- Hempell, H S and C Kok Sørensen (2010), "The impact of supply constraints on bank lending in the euro area – crisis induced crunching?", ECB Working Paper No. 1262, November.
- IMF (2010), "Central banking lessons from the crisis", IMF Policy Paper.

- IMF (2013), "Unconventional monetary policies – Recent experience and prospects", April.
- Kannan, P, A Scott and M Terrones (2009), "From recession to recovery: How soon and how strong?", *IMF World Economic Outlook*, April 2009, pp. 103-138.
- Kohn, D L (2006), "Monetary policy and asset prices", speech at "Monetary policy: A journey from theory to practice", European Central Bank Colloquium held in honour of Otmar Issing, Frankfurt, 16 March.
- Kohn, D L (2008), "Monetary policy and asset prices revisited", speech at the Cato Institute's 26th annual monetary policy conference, Washington, DC, 19 November.
- Kohn, D L (2010), "Homework assignments for monetary policymakers", speech at the Cornelson Distinguished Lecture at Davidson College, Davidson, North Carolina, 24 March.
- Lim, C, F Columba, A Costa, P Kongsamut, A Otani, M Saiyid, T Wezel and X Wu (2011), "Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them?", IMF Working Paper WP/11/238.
- Nier, E, J Osiński, L Jácome and P Madrid (2011), "Institutional Models for Macroprudential Policy", IMF Staff Discussion Note SDN/11/18, 1 November.
- Ongena, S and J L Peydró (2011), "Loose monetary policy and excessive credit and liquidity risk-taking by banks", VoxEU.org, 25 October.
- Reifschneider, D and J C Williams (2000), "Three lessons for monetary policy in a low-inflation era", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 32, No. 4, Part 2, pp. 936-966.
- Reinhart, C and K Rogoff (2009), *This time is different: Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press.
- Smets, F and M Trabandt (2012), "Sovereign debt overhang and monetary policy", prepared for the Second International Research Conference of the Reserve Bank of India.
- Stone, M, K Fujita and K Ishi (2011), "Should unconventional balance sheet policies be added to the central bank toolkit?", IMF Working Paper 11/145.
- Summers, L (2014), "U.S. economic prospects: secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound", *Business Economics*, Vol. 49, No. 2, pp. 65-73.
- Svensson, L E O (2010), "Monetary policy after the financial crisis", speech at the Second International Journal of Central Banking (IJCB) Fall Conference, Tokyo, 17 September.
- Vestin, D (2006), "Price-Level versus inflation targeting", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 53, No. 7, pp. 1361-76.
- White, W (2006), "Is price stability enough?", BIS Working Paper No. 205.
- White, W (2009), "Should monetary policy 'lean or clean'?" Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No. 34.
- Woodford, M (2012), "Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound", proceedings of Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 16 September.

8 Kompromissande ekonomer i debatt och rådgivning



Clas Wihlborg

Född i Helsingborg började Clas Wihlborg sina universitetsstudier i Lund. Han fortsatte efter grundexamen till Handelshögskolan i Stockholm och Princeton University där han blev Ph.D. 1977. Hans forskning är inriktad på internationell finansiell ekonomi och regelsystemet för finansiella marknader och institutioner. Han samarbetade med Lars Jonung, Peter Englund och Lars Werin i en volym om Riksbankens historia efter andra världskriget fram till 1990. Med undantag av en period vid Handelshögskolan i Göteborg har Clas Wihlborg främst varit verksam i USA på den ena eller andra kusten. Han är nu professor vid Chapman University nära Los Angeles men uppehåller kontakter med Europa som medlem i *European Shadow Financial Regulatory Committee* och som gästprofessor vid Högskolan Väst. Han blev hedersdoktor vid Lunds universitet 2009.

Den fråga jag vill ställa här är om ekonomers debattinlägg, rådgivning och expertutlåtande innehåller avsevärda kompromisser i förhållande till deras vetenskapliga vetande? Jag utvecklar en mycket enkel modell för att beskriva den representativa ekonomens drivkraft att ge råd på opportunistiska grunder. På kort sikt är det troligt att ekonomer kompromissar gentemot vetenskaplig kunskap men med tillräcklig tid för politiska beslut kan ekonomernas expertrådgivning förbättras genom självselektion och ömsesidig påverkan mellan ekonomer och makthavare.¹⁰⁷

Ekonomer som rådgivare och experter

De flesta ekonomer skulle säkert vilja säga att ”politik är alltför viktigt att lämnas till politikerna.” Det finns emellertid också de som säger att ”ekonomin är alltför viktig att lämnas till ekonomerna.”¹⁰⁸ Det ligger naturligtvis alltid någon sanning i dessa mer eller mindre bevingade ord.

Den ekonomiska litteraturen är rik på analys av politikernas ofullständighet som representanter för folkets önskan. Ekonomerna har naturligtvis ingen liknande skyldighet att representera andra gruppers preferenser beträffande politikens innehåll. Som debattörer, experter i utredningar och rådgivare framför de vetenskapligt grundade förslag om ekonomisk-politiska åtgärder eller uttalanden om för- och nackdelar av olika förslag från politikerna. Ekonomernas ansvar ligger då både gentemot politikerna, som skall vara så välinformerade som möjligt beträffande effekterna av deras beslut, och den bredare allmänheten, som skall ha möjlighet att bedöma politikernas förslag. Detta innebär att ekonomernas främsta skyldighet kan beskrivas som att basera rådgivning på egna eller andra ekonomers vetenskapliga analys och resultat.

Min tro på ekonomers trovärdighet, som representanter för den egna vetenskapens analys och dess resultat, fick sig en allvarlig törn i september 1992 då Riksbanken höjde en styrränta till 500 procent i försvaret av den fasta växelkursen för kronan gentemot den tyska marken. Jag arrangerade ett möte med dåvarande finansministern, Anne Wibble, som jag kände väl. Min avsikt var att framföra argument för att låta kronan flyta, eftersom kostnaden att försvara kronan skulle bli mycket hög medan sannolikheten att lyckas var låg.

På vägen in till finansministern torget mötte jag på Mynttorget en internationellt mycket känd och respekterad ekonom, som också var på väg till finansministern. Han

¹⁰⁷ Författaren anspelar inte på några enskilda ekonomer förutom dem som det indirekt hänvisas till.

¹⁰⁸ Ett flertal skribenter i t.ex. *Financial Times* och *Guardian* har efter krisen använt uttrycket ”*the economy is too important to be left to the economists*”. Detta tycks baserat på Meier and Baldwin (1957, s 119) som skrev ”*economic development is much too serious a topic to be left to economists*”. Morgenthau (1962) skriver detsamma.

berättade att han just kom från Riksbanken där han gratulerat ledningen till dess starka försvar av konans värde. Inför finansministern tog naturligtvis denna ekonoms åsikt udden av min rekommendation. I november samma år gav Riksbanken och regeringen upp försvaret av kronan och jag vann ett (litet) vad med finansministern.

Några månader senare mötte jag samma ekonom vid en konferens. Han talade där om hur självklart det varit från början, att försvaret av kronan i september var döfött och hur bra det var att kronan nu flöt.

De flesta svenska ekonomer skiftade också uppfattning om växelkurspolitiken mycket snabbt efter att valutan tilläts flyta. Man kan tala om en "Stockholm consensus", som skiftade mycket snabbt. Om mitt minne är riktigt så var det framför allt Nils Lundgren och Lars Jonung, som i debatten före valutakrisen 1992, förordade en devalvering eller en flytande kurs.

Den fråga jag ställde mig efter dessa erfarenheter och som återkommit många gånger var hur det snabba skiftet i ekonomernas syn på valutapolitiken kunde förklaras? En möjlig förklaring kunde vara att erfarenheterna med en flytande kurs var mycket mer positiva än väntat och att ekonomerna därför ändrade uppfattning baserat på ny information. En annan hypotes skulle kunna vara att ekonomerna kompromissat med sina vetenskapligt grundade uppfattningar av något skäl med resultatet att de råd och de åsikter som dominerat i debatten i hög grad varit styrda av efterfrågan från makthavarna.

En annan observation som stöder hypotesen att ekonomers ställningstagande i hög grad beror på vad makthavarna vill höra är skillnaden mellan europeiska och amerikanska ekonomers syn på valutaunionen alltsedan debatten om denna började 1992. Det stora flertalet europeiska ekonomer var positiva till eurons införande medan de amerikanska ekonomerna som helhet var mycket skeptiska. En del menade att en eurokris inom överskådlig framtid var oundviklig. Den vetenskapliga grunden de flesta europeiska ekonomer vilar på har de gemensamt med de flesta amerikanska ekonomer. Skillnaden i synen på valutaunionen berodde därför mycket på om ekonomerna var verksamma i USA eller i Europa.

Inom ämnet nationalekonomi betyder vetenskaplig analys inte att det existerar en sanning beträffande effekterna av en viss politik, eftersom det kan råda olika meningar om relevanta antaganden i analysen. En intellektuellt fullständigt hederlig ekonomkår kan således komma med ett antal olika resultat och förslag om lämplig politik. Det är möjligt att de ekonomer, som hörs i debatten vid ett tillfälle, är andra än de som hörs i ett annat ekonomiskt läge. Även i detta fall kan de åsikter som slår igenom i den ekonomisk-politiska debatten vara beroende av vad makthavarna vill höra. De obekväma åsikterna kommer helt enkelt inte fram men detta kan då inte skyllas på ekonomerna.

Ekonomer, som politiker, företagsledare och andra individer, kan frestas att avvika från den expert-uppgift de rent idealiskt har som representanter för den ekonomiska vetenskapen. De deltar i den politiska debatten, tjänstgör som rådgivare, konsulter och sakkunniga i utredningar. Frestelsen att kompromissa i förhållande till

intellektuellt fullständigt hederlig representation av deras ekonomiska kunskap kan vara stark. Deltagande i debatten kan ge tillfredställelse, stärka egot och ge möjlighet till lukrative uppdrag men chansen att få sin stämma hörd kan öka om de vetenskapliga resultat, som ekonomen presenterar, ligger nära eller sammanfaller med vad makthavarna vill höra. Samtidigt kan kompromisser sänka eller förstöra ekonomens rykte inför kolleger och akademiska arbetsgivare.

Den fråga jag vill ställa i denna artikel är om ekonomers debattinlägg, rådgivning och expertutlåtande kan förväntas innehålla avsevärda kompromisser i förhållande till deras vetenskapliga vetande?¹⁰⁹ Hur påverkas i så fall den ekonomiska politikens innehåll av att både ekonomer och politiker betar sig ”opportunistiskt” (för att anknyta till ekonomernas egen terminologi)? Hur förändras ekonomers rådgivning eller politikens innehåll på längre sikt i förhållande till vetenskapligt eller ideologiskt grundad politik?

Diskussionen här skiljer sig från Assar Lindbecks (1973) analys av ekonomens roll som rådgivare med vetskap om att den politiska processen kan framtvunga politiska åtgärder, som inte nödvändigtvis är de bästa för att uppnå de mål politikerna hävdar att de strävar mot. Den vetenskapligt grundade analysen med hänsyn till ”endogena politiker” kan då motivera en ekonom att rekommendera åtgärder, som skiljer sig från de mest effektiva men som i den politiska processen kan leda till bättre resultat i förhållande till uttalade politiska mål. I detta fall kompromissar ekonomen inte vetenskapligt utan denne kanske undanhåller den information som kan väntas missbrukas av politikerna. Ekonomen blir då en slags supertekokrat, som baserar rådgivningen på hans eller hennes tolkning av vad den politiska processen bör leda till. Jag föredrar att se förklaringen till att ekonomer inte alltid ger kompromisslös rådgivning i de frestelser, som ekonomer står inför då de agerar gentemot makthavare.

110

Jag utvecklar nedan en mycket enkel modell för att beskriva den representativa ekonomens drivkraft att ge råd på opportunistiska grunder. På kort sikt är det troligt att ekonomer kompromissar gentemot vetenskaplig kunskap men med tillräcklig tid för politiska beslut är det möjligt, men inte säkert, att ekonomernas expertrådgivning förbättras genom självselektion av ekonomer, som kommer fram i debatten, eller genom påverkan på politikens innehåll.

Svenska ekonomer har länge deltagit i den ekonomisk-politiska debatten. Hur stort inflytande de har haft kan debatteras. En av få existerande studier utfördes av Lindvall (2009), som analyserade ekonomers påverkan på ekonomisk politik i Danmark, Sverige och Österrike efter oljeprishöjningarna under 1970-talet. Han fann att påverkan på de politiska målsättningarna var små medan politikernas val av

¹⁰⁹ Ekonomernas roll som experter kan jämföras med konsultverksamhet i allmänhet. En djupare analys av efterfrågan, utbud och organisation av sådan verksamhet utvecklas i Armbruster (2006).

¹¹⁰ Assar Lindbeck förespråkade inte att ekonomernas rådgivning skulle vara supertekokratisk eller manipulativ på detta sätt. I stället föreslog han att ekonomerna skulle lägga större vikt på forskning om institutioner och deras roll i politikens innehåll.

instrument för att uppnå målsättningarna influerades starkt av ekonomers till synes teknokratiska rådgivning.

Lindvalls resultat kan verka positivt ur demokratisk synvinkel om valet av ekonomisk-politiska instrument är en helt teknokratisk fråga. I många fall är instrumenten starkt ideologiskt betingade och vad som är instrument på en nivå kan vara en målsättning på en annan nivå. De flesta är överens om att hög sysselsättning och låg inflation är önskvärda men detta förhindrar inte att instrumenten, som kan användas för att uppnå dessa mål är kontroversiella. Användandet av penning-, finans-, arbetsmarknads-, konkurrenspolitik, osv kan påverka t.ex. inkomstfördelning på olika sätt. Därmed innehåller valet av instrument politiska målsättningar.

I det följande gör jag ingen skillnad mellan instrument och målsättning utan talar om ekonomisk-politiska åtgärder. Ekonomer antas ha modeller för att analysera effekter av dessa åtgärder medan politikerna väljer åtgärder baserat på ideologi och politiskt tryck, som i sin tur kan påverkas av ekonomernas rådgivning.

I nästa avsnitt utvecklar jag en enkel modell för att beskriva de faktorer, som bestämmer en representativ ekonoms kompromiss med fullständig vetenskaplig hederlighet. Därefter analyseras effekten av olikheter bland ekonomer såväl som ideologiska skillnader mellan grupper av makthavare. Dynamiska effekter av att ekonomerna kan ha inflytande på makthavarnas politiska ställningstagande diskuteras sedan före avslutande kommentarer.

Den optimala kompromissen på kort sikt

Modellen i detta avsnitt utgår från att en ekonom står inför kostnader i förhållande till kolleger av att ge ekonomisk rådgivning som inte är grundad i ekonomisk kunskap. Det råd ekonomen skulle ge utan någon som helst kompromiss kallas R^* i det följande.

Samtidigt står ekonomen inför kostnader av att ge råd som skiljer sig från vad makthavare vill höra. Detta råd kallas R^P i det följande och är beroende av ideologi och politiskt tryck. Detta kan komma från intressegrupper eller grupper av väljare. Kostnaden att avvika från vad makthavaren vill höra är minskad sannolikhet att få olika former av betalda uppdrag. Det kan också vara tillfredställande för egot att få gehör hos makthavare och att till synes ha inflytande. Närheten till makt kan i sig ge tillfredställelse även för en ekonom.

Det råd ekonomen ger kallas R^E . Kostnaden, C^M , att avvika från makthavarnas önskade råd beror på rådets avvikelse från det makthavarna vill höra:

$$C^M = c^M(R^E - R^P), \text{ where } R^E > R^P > 0 \text{ and } c^M > 0.$$

Detta uttryck säger att kostnaden att avvika från det makthavarna vill höra är stigande i avvikelserna då "närheten till makten" och möjligheten till lukrativa uppdrag minskar.

Den andra kostnaden ekonomen står inför beror på avvikelserna från kompromisslös, vetenskapligt välgrundad rådgivning, R^* . Denna kostnad kallas C^V .

$$C^V = c^V(R^* - R^E), \text{ where } R^* > R^E > 0 \text{ and } c^V > 0.$$

Detta innebär att kostnaden av kompromissande rådgivning i förhållande till den akademiska världen är stigande i avvikelserna från kompromisslös rådgivning.

Ekonomen skall nu minimera summan av kostnaderna för att uppnå maximal personlig välfärd:

$$\text{Min } C(R^E) = \text{Min}(C^M + C^V).$$

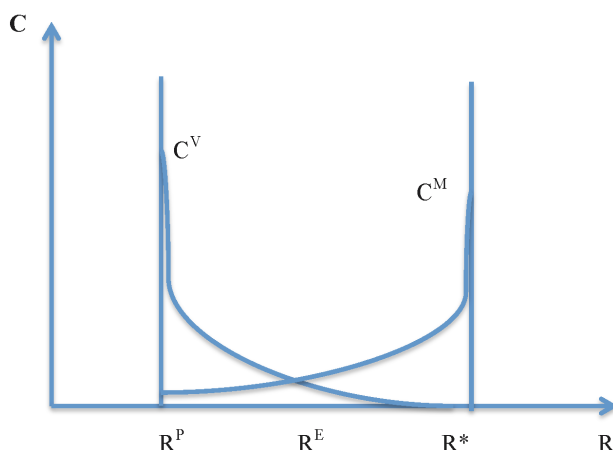
Ekonomens val av rådgivning måste ligga mellan det makthavarna vill höra (R^P) och det vetenskapligt kompromisslösa, R^* .¹¹¹ Som Figur 1 visar är den totala kostnaden, $C(R^E)$, U-formad med ett minimum mellan R^P och R^* där marginalkostnaderna med avseende på en förändring i rådgivningen är lika i storlek. I denna punkt gäller:

$$c^{M'} = -c^V.$$

Det kan observeras att det är viktigt att båda typer av kostnader är stigande i avvikelserna från det politikerna vill höra, respektive det vetenskapligt kompromisslösa. I annat fall väljer den enskilde ekonomen att antingen kompromissa fullständigt och ge det råd makthavarna vill höra eller ge det vetenskapligt kompromisslösa rådet. Om makthavarna inte har intresse av sådan rådgivning är det fullt möjligt att den enda rådgivning som ges är den makthavarna vill höra.

Även i det fall formen på kostnadsfunktionerna ger kostnadsminimering mellan de två extrempunkterna är det viktigt hur de två kostnaderna ändras av en förändring i rådgivningen, R^E . En snabbt stigande kostnad i förhållande till den akademiska världen ger en rådgivning som ligger nära den kompromisslösa, R^* , medan en snabbt stigande kostnad av att avvika från det politikerna vill höra ger en rådgivning närmare den senare, R^P .

¹¹¹ Det har ingen betydelse att R^P specificerats som mindre än R^* . I annat fall kommer rådet att bli större än det kompromisslösa. I vilket fall som helst ligger det maximerande rådet mellan R^P och R^* .



Figur 1.

Kostnader, C^V och C^M , av rådgivningens avvikelser från den som makthavaren önskar, R^P , och från den kompromisslösa, R^* . R^E är den rådgivning ekonomen ger där C^V+C^M minimeras.

Vad bestämmer den rådgivning makthavarna vill höra? Jag antar att detta beror på makthavarens ideologi, I , såväl som mer kortsiktigt politiskt tryck, U , från intressegrupper och popularitet inför nästa val. Detta tryck ger politikern anledning att avvika från den ideologiskt rena ekonomiska politiken. Därmed kan det makthavaren vill höra beskrivas på följande sätt:

$$R^P = I + U.$$

I är som sagt den ideologiskt rena ekonomiska politiken medan U representerar den politiska trycket om rådgivningen skiljer sig från det politikerna i en viss tidpunkt vill höra. Därmed kan både R^P och R^E förändras över tiden. Frågan är då om ekonomernas rådgivning i det långa loppet närmar sig makthavarnas ideologiskt betingade politik (I) eller den vetenskapligt välgrundade politiken (R^*)? Först skall jag kort diskutera hur analysen påverkas av att det finns stora olikheter mellan olika ekonomers kostnads-funktioner liksom det finns olika makthavare, som vill höra olika expertråd.

Självselektion av ekonomer som rådgivare

Analysen ovan utfördes som om det fanns en representativ ekonom och en homogen grupp makthavare. Detta är naturligtvis inte riktigt. Det finns olika grupper av makthavare med olika ideologier och de är utsatta för mer eller mindre politiskt tryck. Ekonomer skiljer sig åt i den vetenskapliga analysen, i värderingen av akademiska kostnader av kompromisser och i värderingen av närheten till makthavare. Detta innebär att den enskilde ekonomen troligen kommer att rikta sig mot de makthavare, vars politik baserad på ideologi och politiskt tryck ligger förhållandevis nära ekonomens vetenskapligt grundade analys. Avståndet mellan R^p och R^* blir då relativt kort.

Hur mycket de enskilda ekonomerna kompromissar beror avståndet mellan R^p och R^* och på de individuella kostnadsfunktionerna, som beskrevs ovan. De ekonomer som värderar sitt eget akademiska rykte relativt högt kommer att kompromissa endast lite eller inte alls. De riskerar dock att inte höras alls, eftersom det inte säkert finns makthavare med intresse för deras kompromisslösa rådgivning.

Andra ekonomer värderar närheten till makten högt för att detta i sig ger tillfredställelse eller för att närheten kan ge ekonomiska fördelar i form av expertuppdrag. Dessa ekonomer kommer att kompromissa mer och i hög grad anpassa rådgivningen till vad som är opportunt bland en grupp makthavare. Å andra sidan kompromissar ekonomen mindre om det finns makthavare, som vill höra rådgivning som överensstämmer med ekonomens vetenskapliga analys. Graden av kompromissande bland ekonomer beror således mycket på om det existerar makthavare med ideologi, som inrymmer en vetenskapligt grundad ekonomisk politik eller om det politiska trycket är till fördel för en sådan vetenskapligt grundad politik. Naturligtvis skiljer sig olika ekonomisk-politiska områden i dessa avseenden.

Självselektionen till rådgivning, som ligger nära antingen det makthavarna vill höra eller kompromisslös vetenskapligt grundad politik, blir än starkare om kostnadsfunktionerna i föregående avsnitt innebär avtagande kostnader i avvikelserna. I detta fall kommer ekonomerna att antingen ge den rådgivning makthavarna vill höra eller ge kompromisslös rådgivning. Risker är då än större att ingen vill höra den kompromisslösa rådgivningen och att de ekonomer, som deltar i debatt och rådgivning blir de som ger makthavarna det de vill höra.

Dynamik

I detta avsnitt antar jag att ekonomernas rådgivning och deltagande i debatt över tiden påverkar den politik makthavarna vill bedriva. Denna påverkan kan äga rum via politiskt tryck, som uppstår som resultat av de rekommendationer ekonomer framför. Den dynamik, som uppstår kan beskrivas på följande sätt:

$$R^P_{t+1} - R^P_t = u(R^E - R^P)_t \text{ där } 0 < u < 1.$$

Detta uttryck innebär att den ekonomiska politik makthavarna vill bedriva över tiden närmar sig den politik ekonomerna föreslår i debatten. Styrkan i denna påverkan beskrivs av u , som skall fånga ekonomernas påverkan på opinionen. Om $u=0$ får vi ingen dynamik utan den ekonomiska politiken blir den makthavarna vill bedriva på grundval av ideologi (I) och politiskt tryck på dem (U).

Om ekonomernas rådgivning påverkar den allmänna opinionen måste ekonomernas rådgivning på sikt sammanfalla med den politik makthavarna vill bedriva ($R^E = R^P$).

Ovan beskrevs den politik makthavarna vill bedriva som $R^P = I + U$. Notera här att U representerar politiska åtgärder, som beror på politiskt tryck medan u är en koefficient för det politiska tryckets påverkan på de politiska åtgärderna. Dimensionerna på u och U är därför olika men sambandet mellan dem är att om $u=0$ så är sannolikt även $U=0$. Den ekonomiska politik makthavarna vill bedriva blir då helt ideologiskt betingad (I). Vi får ingen dynamik baserad på ekonomernas inlägg. Självselektion bland ekonomer lär då sannolikt leda till att de ekonomer, som deltar i den ekonomiska debatten, blir de som presenterar politik i överensstämmelse med någon makthavargrupps ideologi.

Sannolikt har det politiska trycket påverkan på den ekonomiska politiken och sannolikt kan ekonomers debattinlägg och rådgivning påverka det politiska trycket på makthavarna, om än långsamt. Det dynamiska uttrycket ovan kan skrivas om på följande sätt med hänsyn till att

$$R^P = I + U,$$

$$R^P_{t+1} - R^P_t = u(R^E - (I + U))_t \text{ och}$$

$$R^E = kR^* + (1-k)R^P$$

Det sista uttrycket följer av att ekonomens råd enligt analysen ovan måste ligga mellan det vetenskapligt grundade och det makthavarna vill höra. Om ekonomens råd

påverkar det politiska trycket kommer R^P att öka över tiden. Därmed skiftar kostadsfunktionen för avvikelserna från R^P i riktning mot R^* . Därmed skiftar också ekonomens råd mot R^* . Processen fortsätter tills $R^P_{t+1} - R^P_t = 0$. Detta kräver att $R^E - (I+U) = 0$, som i sin tur gäller om $R^* = I+U$. Detta innebär att ekonomens rådgivning i jämvikt har framtvingat politiskt tryck, U , på maktahavarna så att dessa måste följa ekonomers rådgivning utan kompromiss i förhållande till vetenskapliga resultat.

Man kan fråga sig om den ekonomers rådgivning, som skiftar över tiden, verkligen kan förbli trovärdig då rådgivningen förändras i varje period i den dynamiska processen? Det måste emellertid inte vara samma ekonom som ger råd i varje period. Vi kan tänka oss att en ny mindre kompromissvillig ekonom kommer in i varje ny period tills en jämvikt nås. I denna jämvikt kommer ekonomens rådgivning att vara kompromisslös och den ekonomiska politiken kommer att vila på kompromisslös rådgivning.

En annan frågeställning är hur lång tid det kan ta innan den kompromisslösa rådgivningen får genomslag? Det är svårt att tänka sig att vi någonsin kommer till en sådan jämvikt, eftersom beslut måste fattas vid vissa tider utan hänsyn till den process, som beskrivits. Förändringar i den ekonomiska omgivningen betyder också att de förhållanden som påverkar rådgivning och politik ständigt förändras. Den dynamiska processen kan också vara mycket långsam om ekonomernas rådgivning endast har en svag inverkan på den allmänna opinionen dvs. om u är nära noll.

En slutlig fråga är om den dynamiska processen kan leda till en situation där ekonomer endast ger den rådgivning maktahavarna vill höra och ekonomisk politik blir baserad helt på ideologi. I en diktatur är detta naturligtvis fullt möjligt. I den demokratiska processen där ekonomernas inlägg kan påverka opinionen är detta resultat mindre troligt med dock möjligt. Jag nämnde ovan att kostnaden att avvika från den kompromisslösa rådgivningen kan vara minskande. I detta fall kan självselektion bland en heterogen grupp ekonomer leda till att endast ekonomer, som ger de råd maktahavarna vill höra, får gehör.

Inom ramen för modellen med stigande kostnader av avvikelser från den kompromisslösa rådgivningen är det svårare att tänka sig att den dynamiska processen på lång sikt kan leda till att politikerna endast får den rådgivning de vill höra. Ekonomernas inflytande på den allmänna opinionen kan emellertid vara så svag att rådgivningen i praktiken förblir i den kortsiktiga jämvikt, som beskrevs inledningsvis.

Avslutning

För att anknyta till titeln på symposiet i samband med Lars Jonungs 70-årsdag, *Makropolitik i kris*, kan man fråga sig om ekonomerna som yrkeskår bidrog till de kriser vi sett i världsekonomin sedan 2007? Utan tvekan kan det hävdas att om ekonomerna i stor utsträckning hade sett kriserna komma så kunde de värsta effekterna ha undvikits. Att så få ekonomer såg den finansiella krisen 2008-2009,

såväl som eurokrisen efter 2010, komma kan bero på att de förhärskande ekonomiska modellerna inte gav tillräckligt insikt i makroekonomiska förhållanden. I så fall bör dessa kriser leda till forskning för att förbättra underlaget för ekonomisk politik. Men det är också möjligt att kriserna kunde dämpats om ekonomers expertrådgivning varit mindre beroende av de åsikter makthavarna önskade höra såsom beskrivits i detta bidrag.

Jag vill inte påstå att de flesta ekonomerna medvetet kompromissar i förhållande till vetenskapligt grundad rådgivning men det kan samtidigt vara så att rådgivningen kompromissas av att ekonomerna inte anstränger sig tillräckligt att ifrågasätta den förhärskande synen bland makthavare som söker stöd för sina mer eller mindre välinformerade åsikter om ekonomisk politik. I så fall kan analysen av ekonomers beteende i denna artikel tolkas som en så kallad ”as if” analys, som är så dominerande i ekonomisk teori.

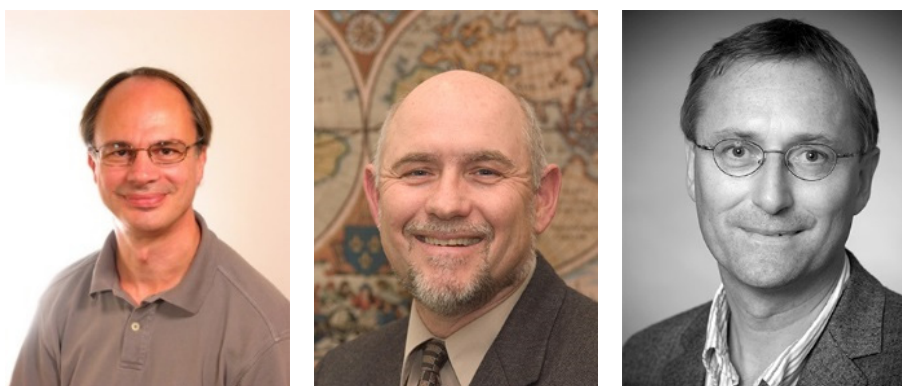
Analysen ovan kan förklara varför ekonomer har en benägenhet att ge råd i den ekonomiska politiken, som ligger emellan de råd makthavarna vill höra och kompromisslösa råd på vetenskapliga grunder. En sådan situation kan inte vara stabil på längre sikt men den politiska processen kan knappast vänta på att ekonomernas rådgivning skall påverka den politiska opinionen i den grad att politiken måste baseras på resultat av kompromisslöst ekonomiskt kunnande.

Det positiva resultatet av analysen här är att ekonomernas benägenhet att kompromissa i en viss ekonomisk-politisk fråga minskar över tiden. Om det finns makthavare med olika ideologier såväl som ekonomer med olika vetenskapliga ansatser är det också möjligt att relativt kompromisslös rådgivning kan bli dominerande, men detta är troligt endast om den enskilda kompromisslösa rådgivningen sammanfaller med vad någon makthavargrupp vill höra.

Referenser

- Armbruster, Thomas (2006), *The Economics and Sociology of Management Consulting*, Cambridge University Press
- Lindbeck, Assar (1973), ”Endogenous politicians and the theory of economic policy,” seminar paper, nr 35, Institute for International Economic Studies, Stockholm.
- Lindbeck, Assar (1976), ”Stabilization policy in open economies with endogenous politicians,” *American Economic Review*, vol 66, nr 2, s 1-19.
- Lindvall, Johannes (2009), ”The real but limited influence of expert ideas,” *World Politics*, vol 61, nr 4, s 703-730.
- Meier, Gerald M. och Robert E. Baldwin (1957), *Economic Development: Theory, History, Policy*, J. Wiley and Sons, New York, NY.
- Morgenthau, Hans Joachim (1962), ”The Restoration of American Politics”, *Politics in the Twentieth Century*, vol. 3, University of Chicago Press, Chicago.

9 Measurement and Effectiveness of National Fiscal Rules and Governance in the European Union



U. Michael Bergman, Michael M. Hutchison and Svend E. Hougaard Jensen

Michael Bergman är docent i nationalekonomi som efter en lång tid som student, doktorand och lektor vid Nationalekonomiska institutionen i Lund tog steget att flytta till Økonomisk Institut ved Københavns Universitet. Där undervisar han på kurser i växelkursteori och den europeiska unionen samt forskar i internationell finansiell ekonomi. Han har bl a varit medlem i Finanspolitiska rådet (2009-2012), research fellow vid EU-Kommissionen 2012 och medförfattare till *Norges Bank Watch 2009*, gästforskare vid Arizona State University, University of California, Santa Cruz och Université Lumière 2, Lyon. Hans artiklar rör konjunkturcykler i Europa, finanspolitik och växelkurser såväl som studier av europeisk integration. Hans senaste forskning behandlar finanspolitik och institutioner med fokus såväl på Europa som tillväxtländer och utvecklingsländer.

Michael Hutchison är Distinguished Professor of Economics vid University of California i Santa Cruz (UCSC) där han forskar och undervisar i internationell finansiell ekonomi och i makroekonomi. Han har varit verksam vid Federal Reserve Bank of San Francisco (1983-85), Bank for International Settlements (1989-91) och Copenhagen Business School (1995-97) och som gästforskare vid bl a Bank of Japan, Hong Monetary Authority, Reserve Bank of New Zealand, International Monetary Fund och Asian Development Bank. Sedan sin tid som utbytesstudent i Lund 1975-76 har han ett nära förhållande till Lunds universitet där han ofta besökt Nationalekonomiska institutionen för gästföreläsningar, seminarier och för att delta i andra arrangemang. Han forskning är inriktad på finansiella kriser, den europeiska skuldkrisen, penningpolitik i tillväxtländer och effekterna av kapitalkontroller.

Svend E. Hougaard Jensen er professor i økonomi og leder af Pension Research Centre ved Copenhagen Business School. Forsker i langsigtede aspekter af finanspolitik, valutaunioner, pensionsøkonomi samt økonomisk politik mere generelt. Tidligere kontorchef i Erhvervs- og Vækstministeriet i København. Stræber efter at bygge bro mellem teori og praksis og derfor hyppig deltager i den offentlige debat som foredragsholder, kronikør m.v. Tidligere medlem af Danmarks Forskningspolitiske Råd.

Introduction

The fiscal crisis in the European Union (EU) has spurred a renewed emphasis on designing and implementing stronger fiscal rules and institutions. The best known fiscal rules in Europe, as embodied in the EU's Stability and Growth Pact (SGP), did not adequately promote sustainable public finances in the region prior to the Global Financial Crisis (Hughes Hallett and Jensen, 2012; Schuknecht et al., 2011; Larch, van den Noord and Jonung, 2010; Jonung, Larch and Fischer, 2008). In an attempt to address this problem, the Fiscal Compact, part of the March 2012 Treaty on Stability, Coordination and Governance (TSCG), introduces new rules on public finances which signatories to the Treaty agreed to implement into their national legislation.

It is not obvious, however, whether legislated national rules in the EU are likely to impose greater fiscal discipline than the SGP supranational rules. Nonetheless, several European countries have apparently found national fiscal rules to be helpful in

achieving greater budgetary discipline.¹¹² And previous research finds evidence that sustainable public finances in Europe may be associated with strong fiscal rules (see, for example, Debrun et al. 2008; Afonso and Hauptmeier, 2009; Dahan and Strawczynski, 2010; Foremny, 2014; Holm-Hadulla, Hauptmeier and Rother, 2012; Nerlich and Reuter, 2013).

This literature, however, has not addressed the interaction of national fiscal rules with broader government institutional arrangements. Good governance and the efficiency of government institutions have been shown to be helpful in promoting sustainable public finances in various contexts (see, for example, Albuquerque, 2011; Bergman and Hutchison, 2015; Calderón et al., 2012; Frankel et al., 2013; Hallerberg et al., 2007; von Hagen and Harden, 1995). This is an interesting question for the EU also as indicators of government efficiency vary widely across the member states. Two other empirical issues have not been fully explored in the literature. First, whether fiscal rule indices adequately capture the complexity of fiscal constraints across countries and time, and, second, which specific type of fiscal rules (e.g. balanced budget rules, debt rules, expenditure rules or revenue rules) are most effective in promoting fiscal solvency. This analysis directly relates to the debate in Europe over the optimal design of fiscal rules and, in particular, whether the constraints embodied in the Fiscal Compact are likely to be effective.

We evaluate the aggregate fiscal rule strength index published by the European Commission (EC) against a new aggregate index (and four new sub-aggregate indices based on specific types of fiscal constraints) that we construct from detailed IMF survey data. Specifically, we compare the EC aggregate fiscal rules index with several alternatives based on a recently published IMF database. We develop five new refined measures of the strength of fiscal rules, varying across countries and over time, based on specific characteristics of various types of fiscal constraints using the IMF FAD data base (Schaechter et al., 2012).

Then we combine the fiscal rule and governance literatures to determine whether national fiscal rules alone help to promote sustainable public finances in Europe or whether they must be supported by good governance in order to be effective. For this evaluation we focus on 27 EU countries over 1990-2012.¹¹³ The interaction of fiscal rules with governance is assessed using clusters of the European countries where we distinguish between three groups of countries, those with high, good and moderate government efficiency.

The road map of the paper is as follows. Section 2 evaluates the published EC aggregate fiscal rule strength index against our new aggregate and sub-aggregate indices. This is followed, in Section 3, by an assessment of the link between national

¹¹² For example, Sweden, Finland and the Netherlands all realized improvements in their fiscal situations after adopting rules that limit spending (Ayuso-i-Casals, 2012).

¹¹³ Croatia is not included in the sample of EU countries.

fiscal rules, government efficiency and the actual conduct of fiscal policy. Finally, Section 4 concludes.

Comparing Fiscal Rule Indices

Fiscal rules are generally legislative agreements intended to promote fiscal discipline by "tying the hands" of policy makers in order to constrain decisions about spending and revenue programs (Bernanke, 2010). For example, fiscal rules may impose constraints on total government expenditures, deficits or debt. A fiscal rule clearly does not guarantee improved budget outcomes, as any rule imposed by a legislature can be circumvented by the same legislature. According to IMF (2009), fiscal rules have been introduced in about 80 countries, including both advanced as well as developing countries, and there is a clear trend among these countries to not only introduce new fiscal rules but also to improve the strength of the rules.

Data sources

We use two sources for the fiscal rules: (1) the IMF Fiscal Rules Dataset, as described in Schaechter et al. (2012) and (2) the European Commission (EC) numerical fiscal rule index. The IMF database covers 81 countries for the sample 1985 to 2012 and includes detailed information on four types of rules: budget balance rules, debt rules, expenditure rules, and revenue rules. The IMF database does not include rules implemented at the subnational level, only at the level of the central or general government. The dataset includes descriptions of the rules as well as information about the type of rule, year of implementation, number of rules, legal basis, coverage, monitoring, enforcement, institutional supporting features such as for example multi-year expenditure ceilings, and stabilization features such as budget balance rules accounting for the state of the economy. The underlying data is collected from many different sources; fiscal framework legislations, published and unpublished country documents,

The second database on fiscal rules used in this paper is the EC numerical fiscal rule index.¹¹⁴ The EC constructs a composite index of the strength of the national fiscal framework in all EU countries covering the period 1990–2011 and is denoted FRI. The EC data is somewhat broader in scope than the IMF data since it also includes information on general government, central government and local government frameworks. While the IMF database focuses on central or general

¹¹⁴ More detailed information on how the EC fiscal rule index is constructed can be found on the European Commission website (<http://ec.europa.eu/>).

government rules, the EC data also includes rules applied at the subnational level. Another difference is that while the EC constructs and publishes a single overall measure of the strength of fiscal rules in each country, the IMF database only reports information on each type of rule. Furthermore, the IMF database also includes detailed descriptions of supranational rules, thereby allowing us to distinguish between rules designed and implemented on a national level and rules implemented on a supranational level.

The IMF database is used to construct an overall index measuring the strength of fiscal rules in the EU member states as well as four specific fiscal rule measures — rules focusing on (i) balance budgets, (ii) expenditures, (iii) revenues or (iv) debt limits. We follow Schaechter et al. (2012) and construct indices reflecting five main characteristics of the fiscal rules, viz. monitoring, enforcement, coverage, the legal basis and escape clauses and use information concerning supporting procedures and institutions (multi-year expenditure ceilings implemented at the aggregate level, by ministry or by line item), whether there is an independent body setting budget assumptions, information about transparency and accountability, whether a balanced budget target is defined and whether there are rules excluding public investments or other priority items from the ceiling. In total we then have 28 different characteristics describing national fiscal rules in each country.¹¹⁵ We add all 28 characteristics and renormalize the resulting index to be in the range between 0 and 4. We use equal weights even though it could be argued that some rules or features may be more important than others. The resulting index is denoted NFRI.

The character of the individual fiscal rules differs across the EU countries. For example, Denmark has had an expenditure ceiling in place since 1994 but the rule itself has changed over times. From 1994 until 2006 the rule stipulated that real public consumption growth was not to exceed 0.5% per year (during the 2002-2006 period the cap was 1% per year). In 2007-2008 the rule was reformulated and defined a target of real public consumption as a percentage of cyclically adjusted GDP and real public consumption growth. From 2009 the target is that public consumption as a share of cyclically adjusted GDP should be reduced to 26.5% by 2015. The expenditure rule is complemented by a revenue rule implying that direct and indirect taxes cannot be raised (except for environmental reasons or to fulfill Denmark's EU obligations) unless other taxes are reduced. In addition to the expenditure and the revenue rules, Denmark also has a balanced budget rule stating a structural general deficit of less than 0.5 percent in 2015 and a balanced structural budget by 2020.

By contrast, Germany has an expenditure rule implying that government expenditures cannot grow faster on average than government revenue (until 2008

¹¹⁵ Many countries have national balanced budget rules and debt rules that also are supranational rules. In some countries, such as Austria and Spain, supranational rules in the form of balanced budget and debt rules were introduced first and then, at a later stage, these rules were implemented at the national level as well. When constructing our national fiscal rule strength indices, we take this into account.

there was a cap on expenditure growth of 1% per year on average). Germany also has a balanced budget rule in place which is implemented in the constitution stating that after a transition period that started in 2011, it will be in full effect in 2016 for the federal government. The rule implies that the structural budget deficit cannot exceed 0.35 percent of GDP. Prior to 2010, Germany had a golden rule for the central government (and for Laender) aiming at limiting the net borrowing to the level of investment except in times of "disturbance of the overall economic equilibrium"

Finally, Sweden has a balanced budget rule in place (since 2000) defining a target for central government of 2% of GDP (200-2007) over the business cycle and from 2007 the target is 1% of GDP. The fulfilment of the target is evaluated using a range of different measures. Sweden also operates an expenditure rule defining an expenditure ceiling for the central government and pension system set for a three-year period, adding one year annually. These ceilings cannot be adjusted except for technical issues and interest payments are excluded from the ceiling. To create a buffer, the government is using a budgetary margin which is automatically generated since almost all benefits are defined in nominal terms and not indexed. In 2007, an independent fiscal policy council was created with the aim of evaluating the compliance to the fiscal framework.

These examples illustrate differences in the actual fiscal rules implemented in the EU countries. An expenditure rule, just to take one example, is not of exactly the same nature across the countries. This fact, of course, affects the interpretation of the effects of fiscal rules on public finances. However, a positive result signifies that fiscal rules (even though they are different across countries) work whereas a negative result (insignificant effects) could suggest that either the indicators used do not appropriately capture the strength of fiscal rules or that fiscal rules have no effect on public finances.

The IMF database has not been used in empirical studies of the effects of rules on public finances, apart from the analyses of Schaechter et al. (2012) and Nerlich and Reuter (2012).¹¹⁶ The FRI index, by contrast, has been widely used in publications by the EC and others (see, e.g., European Commission, 2010; Debrun et al., 2008).

¹¹⁶ Nerlich and Reuter (2012) use IMF data, combined with other data sources, to define an aggregate measure of fiscal rules using dummy variables (where the dummy is equal to one if there is a numerical fiscal rule in place, and zero otherwise).

Comparison of the two data sources

In Table 1 we report some descriptive statistics of our two national fiscal rules indicators, as well as the number of fiscal rules implemented in all countries in our sample.¹¹⁷ Table 1 reveals that the variation among national rules is substantial. From 1995, the average number of national fiscal rules has remained fairly constant, around one national fiscal rule per EU member country. For non-EU countries, the trend has been to implement new national fiscal rules. In fact, only balanced budget and debt rules have been implemented. This is in contrast to EU member countries where both expenditure and revenue rules have been in force, expenditure rules more frequently than revenue rules.

Table 1.

Descriptive statistics of fiscal strength indicators in EU countries 1990-2012.

All countries					
	Mean	Median	Std dev	Min	Max
FRI	1.05	0.80	1.01	0.00	3.48
NFRI	0.39	0.00	0.52	0.00	1.89
# of national rules	0.71	0.00	0.94	0.00	3.00

Note: FRI is the EC numerical fiscal rule indicator and NFRI is the IMF based index of fiscal strength. Number of national fiscal rules refer to the average number of rules per country over the sample 1990-2012 as defined in the IMF database

Even though the two indices measure the strength of fiscal rules in the EU countries, they differ in a distinct way. The EC index (FRI) is broader in scope than the IMF index since it covers rules implemented at the sub-national level and that unequal weights are used when constructing the overall index. The IMF based index is constructed treating all features of the rules as equally important.

Some examples serve to highlight differences between the two data sources. First, the Czech Republic has a medium-term expenditure framework but according to the IMF database, there have been numerous changes in the framework and therefore it is not regarded as a fiscal rule. There is no other national fiscal rule in place and hence there are no changes in the IMF fiscal rule indicator for this country. However, the EC regards the same regulation as a fiscal rule. Also, according to the EC, there are both a debt ceiling and an indicator of total liquidity in place that is also regarded as a fiscal rule.

Second, while Portugal since 2002 has had a balanced budget rule, the rule only covers 13 percent of the general government finances. The IMF does not therefore consider this a fiscal rule. The EC, on the other hand, views this as a fiscal rule

¹¹⁷ In a supplement to this paper (available upon request) we provide additional descriptive statistics on the number of fiscal rules and the fiscal strength in different groups of European countries.

implying that their measure of the fiscal rule index increased in 2002. There is a new budgetary framework approved in 2011 but this will not be implemented until 2015. The EC also identifies two additional rules for Portugal, a debt ceiling and a rule concerning structural balance as a percentage of GDP.

Third, according to the IMF, Slovakia did not have a fiscal rule in place before 2012 (a debt rule was implemented in March 2012). By contrast, the EC views Slovakia as having a fiscal framework, a debt ceiling and a nominal expenditure ceiling earlier.

Fourth, in Ireland there is no fiscal framework according to IMF whereas EC lists three regulations, allocation of expenditure, a nominal expenditure ceiling and budget balance in nominal terms.

Fifth, for Italy there are even larger differences between the two data sources. According to IMF there is no fiscal regulation at all in Italy. The EC agrees but since they also include sub-governmental rules, they regard for example nominal expenditure ceilings at the regional and local levels of government as fiscal rules. Finally, both IMF and the EC find that there is no fiscal framework or fiscal rules in Cyprus, Greece, Latvia and Malta.

Even though the two indices to some extent measure different aspects of the national fiscal rule strength they are highly correlated. Indeed, the correlation coefficient among the aggregate indices is 0.80 over the sample period. At the individual country level, the correlations between FRI and NFRI ranges between 0.22 (for Slovakia) and 0.99 (for Austria). For most countries the correlation coefficient is very high (above 0.9), suggesting that the EC and the IMF data to a large extent provide similar measurements of the strength of fiscal rules regardless of the different treatments of local and regional sub-government regulations. For countries with low correlation either the EC or the IMF data finds that fiscal rule strength is constant or that there are no fiscal rules in a certain country. Since the EC also includes rules enforced on sub-governments there could be cases when the IMF database suggests the absence of a rule whereas a regulation is interpreted as a fiscal rule by the EC.

For a broader perspective on the two measures of fiscal rules in Europe, Figure 1 shows the aggregated IMF fiscal rule strength index (upper graph) and the EC numerical fiscal rule index (lower graph) in 2000 and in 2011. For comparison, we have rescaled both measures to be [0,1] variables using their minimum and maximum values, respectively. Both measures provide similar conclusions.

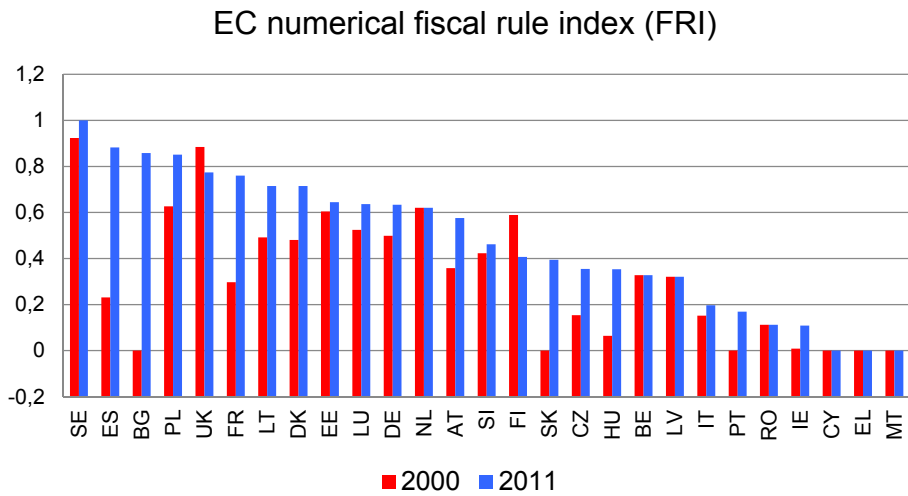
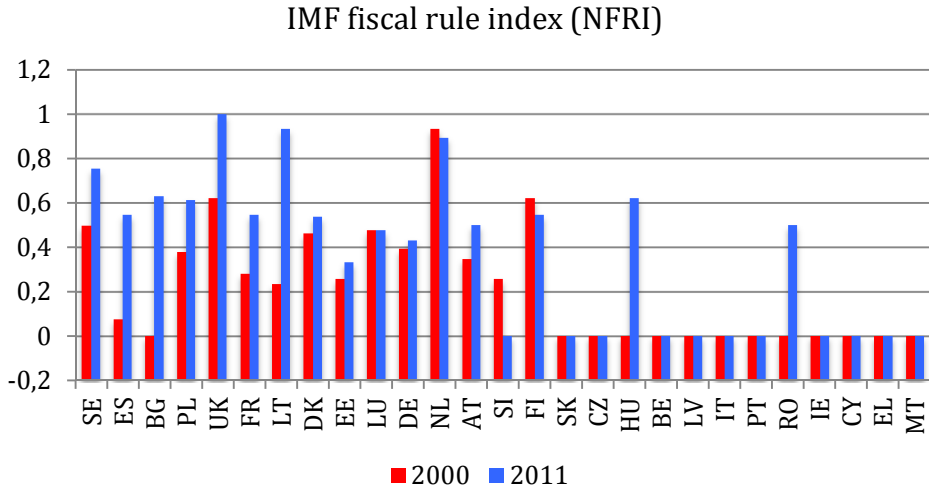


Figure 1. Fiscal Rule Strength for EU countries in 2000 and 2011.
 Source: IMF database and European Commission. Both indices have been rescaled to [0,1] variables.
 Numerical fiscal rule index for groups of EU countries 1990-2012.

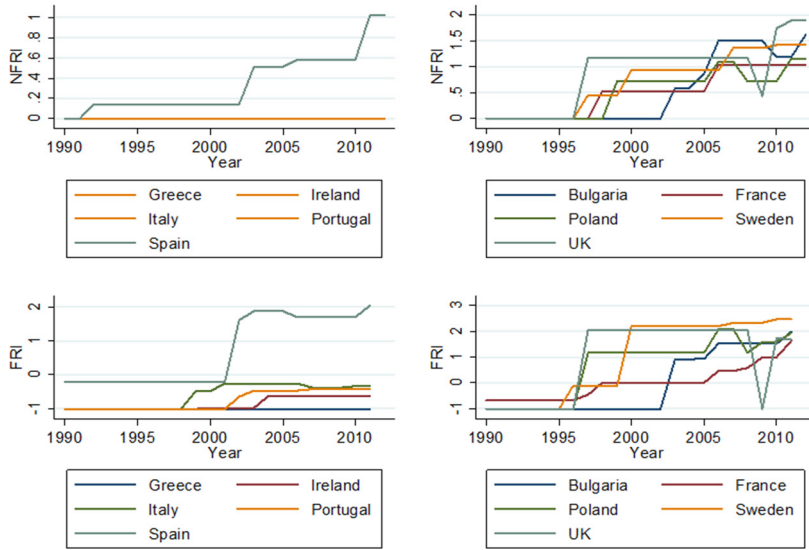


Figure 2. Numerical fiscal rule index for groups of EU countries 1990-2012. Source: IMF data base and EC.

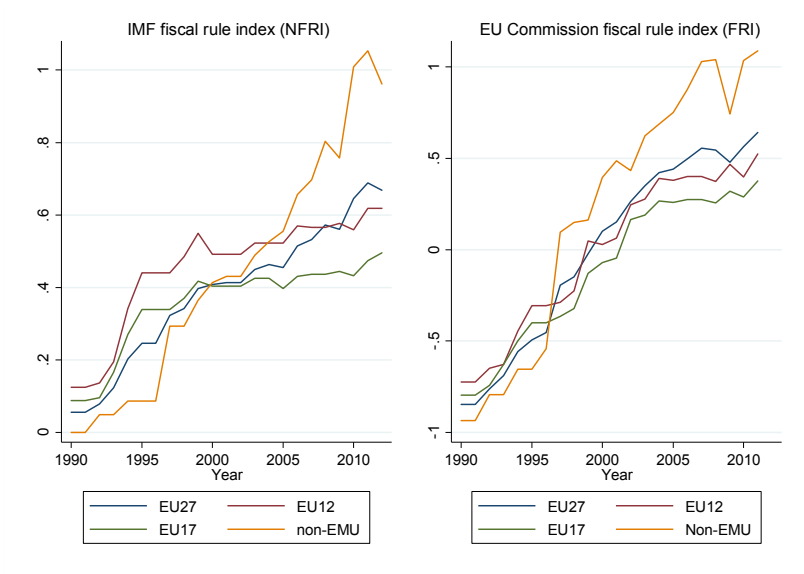


Figure 3. IMF and EC numerical fiscal rule index for GIIPS and select EU countries, 1990-2012. Source: IMF data base and European Commission.

Another perspective on the differences between Euro Area (EA) and non-EA countries is the development of the fiscal strength measures over time. In Figure 2 we show the simple averages of NFRI and FRI for EU27, the initial 12 EA countries (EU12), the 17 EA countries (EU17) and the 10 non-EA member states (non-EMU).¹¹⁸ Apparently, there is a common pattern suggesting that all countries make efforts to strengthen their fiscal framework. The average fiscal strength among the non-EMU countries exceeds the average of EA countries from 2004 when using the IMF based measure and from 1996 when using the EC data. Countries remaining outside the monetary union seem to put more emphasis on designing and implementing stronger fiscal rules than countries that also have adopted the euro. This may be surprising given the focus of the EU on fiscal rules. Note also that the supranational fiscal rules in the EU apply to all member states so it is not the case that EA countries have replaced national fiscal rules with supranational rules.

Judging from this graph, the average strength of the fiscal framework in EA countries lag behind the non-EA countries and even lag behind the EU average. In Figure 3 we show how both our measures of fiscal strength have changed over time for a selection of countries. In the upper graph we show (left) the IMF based measure NFRI for the so-called GIIPS countries (Greece, Italy, Ireland, Portugal and Spain) and (right) for a selection of countries with tight fiscal rules. A similar presentation is made in the lower graph using the EC-based measure, FRI. What stands out clearly is that the fiscal framework in Spain has been strengthened considerably from the early 1990s (when Spain had relatively loose fiscal rules compared to other GIIPS countries) to among the tightest fiscal rules in Europe. For the other GIIPS countries only minor changes have occurred in their fiscal frameworks over time. By contrast, countries with strong fiscal rules tend to increase the tightness of their rules since 1996.

Aggregate and specific types of fiscal rules

In principle, certain types of rules may be more effective than others in promoting long-term sustainable public finances. In our aggregation of the IMF data we use equal weights and thus assume that all characteristics are equally important. To address the merits of specific types of rules, we again use the IMF database and construct an index of the strength of four types of rules (balanced budget, expenditure, revenue and debt rules). The methodology is similar to that used in constructing the aggregate index. For each type of rule we use equal weights for the characteristics of the specific rule into an index and then normalize such that the index is in the range of 0 to 4. Panel correlations between the six fiscal rule measures are shown in Table 2.

¹¹⁸ Latvia joined the monetary union in 2014 and is considered to be among the 10 non-EA states in our sample.

Table 2.

Correlation matrix for different measures of fiscal strength and specific types of rules.

	NFRI	FRI	Expenditure rule	Balanced budget rule	Revenue rule	Debt rule
NFRI	1.00					
FRI	0.80*	1.00				
Expenditure rule	0.79*	0.52*	1.00			
Balanced budget rule	0.53*	0.62*	0.16*	1.00		
Revenue rule	0.57*	0.29*	0.64*	-0.08	1.00	
Debt rule	0.45*	0.46*	0.10	0.08	0.01	1.00

Note: * denotes significance at the 10% level. NFRI is our constructed aggregate measure of fiscal rule strength (based on IMF survey data). We also constructed the four specific rule strength indices from the IMF survey data. FRI is the published EC aggregate measure of fiscal rule strength.

Table 3.

Countries that have implemented specific fiscal rules during the sample 1990-2012 (at least one year)

Expenditure Rule (14/27)	Balanced budget rule (11/27)	Revenue rule (5/27)	Debt rule (8/27)
Belgium	Austria	Belgium	Bulgaria
Bulgaria	Bulgaria	Denmark	Finland
Denmark	Denmark	France	Lithuania
Finland	Estonia	Lithuania	Luxembourg
France	Finland	Netherlands	Poland
Germany	Germany		Slovak Republic
Hungary	Hungary		Slovenia
Lithuania	Poland		UK
Luxembourg	Spain		
Netherlands	Sweden		
Poland	UK		
Romania			
Spain			
Sweden			

The high correlation of the Expenditure Rule with the constructed aggregate index NFRI is not surprising since expenditure rules are common in Europe, as shown in Table 3. 14 of the 27 EU countries have expenditure rules. This is the most common specific rule amongst our four categories. Balanced budget rules are implemented in 11 out of 27 countries. By contrast, the least popular fiscal rules in EU countries are revenue rules (only 5 out of 27 countries) and debt rules (8 out of 27 countries).

The sub-aggregate fiscal rules, however, are generally not correlated with each other reflecting reliance primarily on one or two types of rule in any given year. The main exception is that Expenditure Rule is significantly correlated with the Revenue Rule

(0.64), reflecting the fact that (over the full sample period) countries having had a Revenue Rule at some point also had an Expenditure Rule sometime during the sample (Table 3). Some countries such as Denmark and Finland have three types of fiscal rules in place whereas other countries such as Estonia only have implemented one type of rule. Countries generally associated with strong public finances have at least two fiscal rules in place whereas countries with weak public finances, such as the Greece, Portugal, Ireland, and Italy countries, have no fiscal rules.

These descriptive statistics only reveal whether or not a country has a fiscal rule in place. The strength and complexity of a specific fiscal rule may differ substantially across the countries as discussed in section 2. If constructed fiscal rule indices adequately measure *de facto* constraints on budget finances, and are effective in constraining policy makers, then we would expect to find a systematic positive correlation between stronger fiscal rules and cyclically adjusted primary budget balances. We test this hypothesis empirically in section 3.

In the next section we analyse whether the fiscal strength as measured by the indices discussed above affect public finances and the role played by government efficiency.

Do National Fiscal Rules Improve Fiscal Outcomes? An Econometric Investigation

In this section we present empirical evidence on the link between fiscal rules and fiscal outcomes using the EC and constructed IMF numerical fiscal rule indices. Both indices cover national fiscal rules for the period 1990-2012.¹¹⁹ To analyse whether there is a relation between fiscal rules, government efficiency and fiscal performance we follow the standard practice in the literature by estimating the effects of fiscal rules on the cyclically adjusted primary balance taking into account a large number of control variables, variables that potentially affect primary balance.¹²⁰ Our primary interest in this empirical investigation is whether stricter fiscal rules, combined with higher levels of government efficiency, lead to better fiscal performance as measured by some combination of higher primary balances, lower primary expenditures and higher primary revenues. We find that both fiscal rule indices are statistically significant and the parameters are positive indicating that a country with stricter national fiscal rules also is likely to have larger cyclically adjusted primary surpluses. A one unit in the fiscal rule index increases the structural budget position by 0.47-0.59 percentage points.

¹¹⁹ Since the EC data only covers the period 1990-2011 we simply assume that the fiscal framework has not changed in 2012. This assumption is consistent with the IMF data.

¹²⁰ The details and results are available upon request from the authors.

Instead of using a direct measure of government efficiency, using the argument that they are not refined enough to distinguish nuances in government efficiency across countries and time and that they contain measurement errors, we distinguish between clusters of countries. In particular, it may be that the all available measures do not reliably distinguish between the efficiency of government in similar countries, e.g. among the Nordic countries or among the former Eastern European countries. Shedding light on this issue, Charron et al. (2010) perform a detailed analysis of different measures of covering all aspects of efficiency of government. Using a number of different methods they combine five World Bank indices measuring different aspects of efficiency and quality of government in the EU countries they find that the EU countries can be decomposed into three groups depending on their relative efficiency of government (GE). They also perform sensitivity analysis showing that the clustering is robust to a number of alterations of the method used to compute the overall measure of efficiency of government and how these changes affect the clustering. Their conclusion is that the clustering is robust. We will follow their suggestion and use their clusters in our analysis. Table 4 shows the three clusters.

Table 4.
Clusters of EU countries with respect to Government Efficiency (GE).

Cluster 1: High GE	Cluster 2: Good GE	Cluster 3: Moderate GE
Denmark	France	Czech Republic
Sweden	Belgium	Lithuania
Finland	Malta	Hungary
Netherlands	Spain	Slovakia
Austria	Portugal	Poland
Germany	Cyprus	Latvia
Unite Kingdom	Estonia	Greece
Ireland	Slovenia	Italy
Luxembourg		Bulgaria
		Romania

Source: Charron et al. (2010), table 18 on page 100.

Combining fiscal rule strength and government efficiency as measured by these three clusters we find that fiscal rules, when combined with a high efficiency of government, have positive and significant effect on primary balance for both the IMF and EC indices (point estimate range 0.52-0.74). However, the total effects of fiscal rules are not statistically significant in cases with either moderate or good efficiency of institutions. Indeed, the marginal effect of the interaction terms are negative and statistically significant for good efficiency governments (-0.42 and -0.95), but the estimated total effects of fiscal rules are also insignificant in this case, i.e. total effects estimated are -0.21 (0.73 plus -0.95) and 0.11 (0.53 plus -0.42), see Figure 4. This empirical evidence suggests that, for fiscal rules to be effective, a high level of government efficiency is a necessary precondition.

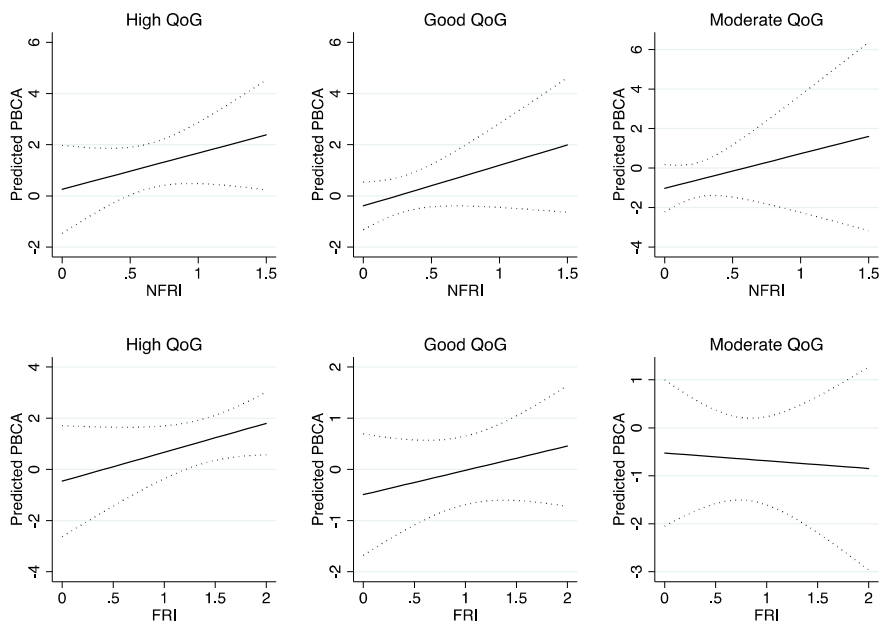


Figure 4.

Predicted relationship between strength of fiscal rules and cyclically adjusted primary balance conditional on different levels of government efficiency.

Note: The vertical axes show the average cyclically adjusted primary balance as a percentage of GDP and the horizontal axis show the fiscal strength rule measured by our IMF based index (NFRI) and the EC index (FRI), respectively. The solid lines shows the predicted value of primary balance as a function of fiscal rule strength conditional on high, good and moderate levels of government efficiency with 95% confidence bands computed using the delta method.

Conclusions

In this paper we have taken a closer look at the track record of fiscal rules implemented at the national level in the EU. We investigate whether fiscal rules adequately reflect *de facto* constraints on public finances by comparing published EC numerical fiscal rule index (EC index) with several indices that we construct from IMF Fiscal Affairs Division database. We construct an aggregate fiscal rule strength index, as well as four specific-rule indices (Balanced Budget, Debt, Expenditure and Revenue rules), based on distinct characteristics of actions, legislative or procedural, that constrain fiscal policy actions in each country at each point in time. We find a high degree of consistency between the EC index and our constructed aggregate index.

We investigate whether aggregate or specific types of rules in the EU are effective in limiting fiscal deficits, measured by the cyclically-adjusted primary budget balance, and whether the effects of national fiscal rules depend on the degree of government efficiency. In particular, we test whether the effects of fiscal rules are stronger when combined with high levels of government efficiency. We employ dynamic panel methods for the 27 EU countries over 1990-2012. In all of these investigations, we measure the marginal effects of national fiscal rules while conditioning on a range of economic and political factors.

Our main finding is that national fiscal rules have a significant effect on the primary balance and these effects are primarily concentrated in countries with high levels of government efficiency. Countries with strong fiscal rules have larger primary balance surpluses compared to countries with weak fiscal frameworks.

Our empirical results also suggest that it is not enough to implement new stronger fiscal rules in order to attain sound public finances. Only the most efficient governments in the EU appear able to effectively enforce national fiscal rules. We find that countries with highly efficient governments are also those countries where primary balance surpluses tend to be larger for a given strength of the fiscal framework.

References

- Afonso, A. and S. Hauptmeier (2009), "Fiscal Behaviour in the European Union: Rules, Fiscal Decentralization and Government Indebtedness," Working Paper Series 1054, European Central Bank.
- Albuquerque, B. (2011), "Fiscal Institutions and Public Spending Volatility in Europe," *Economic Modelling*, 28:2544-2559.
- Ayuso-i-Casals, J. (2012), "National Expenditure Rules: Why, How and When," European Commission, Economic Papers 473.
- Bergman, U. M. and M. M. Hutchison (2015), "Economic Stabilization in the Post-Crisis World: Are Fiscal Rules the Answer?" *Journal of International Money and Finance*, 52:82-101.
- Bernanke, B. (2010), "Fiscal Sustainability and Fiscal Rules", Boards of Governors of the Federal Reserve System, mimeo.
- Calderón, C., R. Duncan and K. Schmidt-Hebbel (2012), "Do Good Institutions Promote Counter-Cyclical Macroeconomic Policies?" Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper No. 118 (June).
- Charron, N., V. Lapuente and B. Rothstein (2010), "Measuring the Quality of Government and Subnational Variation", Report for the European Commission Directorate-General Regional Policy Directorate Policy Development.

- Dahan, M. and M. Strawczynski (2010), "Fiscal Rules and Composition Bias in OECD Countries," CESifo Working Paper Series 3088, CESifo Group Munich.
- Debrun, X., Moulin, L., Turrini, A., Ayuso-i-Casals, J. and Kumar, M. S. (2008), "Tied to the Mast? National Fiscal Rules in the European Union", *Economic Policy*, 23:297-362.
- Foremny, D. (2014), "Sub-national Deficits in European Countries: The Impact of Fiscal Rules and Tax Autonomy," *Journal of European Political Economy*, 34: 86-110.
- Frankel, J., C. Vegh and G. Vuletin (2013), "On Graduation from Fiscal Procyclicality," *Journal of Development Economics*, 100: 32-47.
- Hallerberg, M., R. Strauch and J. von Hagen (2007), "The Design of Fiscal Rules and Forms of Governance in European Union Countries", *European Journal of Political Economy*, 23:338-359.
- Holm-Hadulla, F., S. Hauptmeier and P. Rother (2010), "The Impact of Numerical Expenditure Rules on Budgetary Discipline over the Cycle," Working Paper Series 1169, European Central Bank.
- Hughes Hallett, A. and S. H. Jensen (2012), "Fiscal Governance in the Euro Area: Institutions vs. Rules", *Journal of European Public Policy*, 19:646-664.
- Jonung, L., M. Larch and J. Fischer (2008), "101 Proposals to Reform the Stability and Growth Pact: Why so Many? A Survey," *Public Finance and Management*, 8:502-560.
- Larch, M., P. van den Noord and L. Jonung (2010), 'The Stability and Growth Pact. Lessons from the Great Recession', *European Economy*, Economic Papers. 429, Brussels.
- Nerlich, C. and W.H. Reuter (2013), "The Design of National Fiscal Frameworks and their Budgetary Impact," ECB Working Paper Series, No 1588.
- Schächter, A., T. Kinda, N. Budina, and A. Weber, "Fiscal Rules in Response to the Crisis – Toward the "Next-Generation" Rules. A New Dataset," IMF Working Paper 12/187.
- Schuknecht, L., P. Moutot, P. Rother and J. Stark (2011), "The Stability and Growth Pact: Crisis and Reform", Occasional Paper Series No. 129, European Central Bank, Frankfurt.
- von Hagen, J. and I. J. Harden (1995), "Budget Processes and Commitment to Fiscal Discipline," *European Economic Review* 39: 771-779.

10 Carl Adolph Agardh och ekonomiska kriser



Eskil Wadensjö

Eskil Wadensjö disputerade 1972 i Lund på avhandlingen ”Immigration och samhällsekonomi”. Han lämnade den nationalekonomiska institutionen i Lund 1980 för en professur på Institutet för social forskning (SOFI) vid Stockholms universitet. Hans forskning är främst inriktad på internationell migration och integration men han har även sysslat med arbetsmarknadens funktionssätt, social- och avtalsförsäkringar samt doktrinhistoria. Han trivs med att parallellt vara verksam på flera forskningsfält.

Carl Adolph Agardh var Sveriges ledande ekonom under första hälften av 1800-talet. Han behandlade i sina arbeten den ekonomiska teorin och hur den kunde utvecklas vidare från Adam Smith. Viktigare var dock hans många bidrag till debatten om den ekonomiska politiken. De gällde bland annat bankväsendets roll för den ekonomiska utvecklingen och betydelsen av en statsskuld, bland annat för att möjliggöra infrastrukturinvesteringar och därmed ge ett bidrag till den ekonomiska utvecklingen.

Andra områden som han behandlade var åtgärder för bekämpa fattigdomen och effekterna av olika typer av regleringar.

Den nuvarande svenska traditionen i nationalekonomi grundlades av David Davidson, Knut Wicksell och Gustav Cassel i slutet av 1800-talet och början av 1900-talet. Det finns dock goda skäl att uppmärksamma äldre ekonomiskt författarskap i Sverige. Av intresse är bland andra Carl Adolph Agardh. Carl Adolph Agardh var som forskare i första hand känd som botanist. Som sådan nådde han ett internationellt erkännande. Han var specialist på alger och har kallats algernas Linné.¹²¹ Under det sista kvartsseket av sin levnad, från 1835 till 1859, var han biskop i Karlstad. Samtidigt med botanisk forskning och kyrklig verksamhet var han nationalekonom och gjorde under flera decennier talrika inlägg i den teoretiska och framför allt den ekonomisk-politiska debatten. En sådan karriär ger goda skäl för att först redovisa några drag ur Agardhs biografi innan hans bidrag till den ekonomisk-politiska debatten presenteras.

Biografi

Carl Adolph Agardh föddes i Båstad i nordvästra Skåne 1785. Sin utbildning fick han i hemmet tills han skrevs in vid Lunds universitet hösten 1799. Han var det femte barnet i en syskonskara om tio barn. Hans far var en framgångsrik företagare. Vid den tidens universitet krävdes studier i många ämnen. Agardhs intresse inriktades dock tidigt mot botanik, men han ägnade sig även åt matematik. År 1812 kom han på tredje förslagsrummet till en professur i matematik och samma år fick han en professur i botanik och praktisk ekonomi. Sammankopplingen mellan naturvetenskap och ekonomi var ett arv från 1700-talet.¹²²

Professuren var ett resultat av en uppdelning av en tidigare tjänst i naturalkunskap och ekonomi i tre tjänster. Drivande bakom uppdelningen var (förutom Agardh själv) kanslern för Lunds universitet Lars von Engeström. von Engeström drev en mycket expansiv politik för Lunds universitet. Ett problem var att löne-medel inte alltid fanns till de nyinrättade tjänsterna. För Agardhs del löstes problemet genom att han fick presidera vid en teologisk disputation. Därmed kunde han förklaras behörig för prästtjänst och erhöll ett prebendepastorat år 1816. Församlingen sköttes av en hjälppräst.

Agardhs forskning var länge koncentrerad till botaniken, men han skrev också några avhandlingar i ”praktisk-ekonomiska” ämnen som sockerbetsodling, tobaksodling och skogsekonomi. Det senare var ett ämnesområde till vilket han skulle återvända gång på gång. Att han hade ett livligt politiskt intresse var sannolikt viktigare för hans

¹²¹ Han son Jacob Georg Agardh blev också professor i Lund i botanik och praktisk ekonomi och var som sin far specialist på alger.

¹²² Se Liedman (1986) för tillkomsten av de första professurerna i ekonomi i Sverige.

samhällsekonomska engagemang än att professuren omfattade praktisk ekonomi. I Lund kom Agardh att ingå i ”Härbärgen”, en politiskt radikal och nationellt sinnad grupp kring Esaias Tegnér. Vid en vistelse i Stockholm 1809–1810 hade han också kommit i nära kontakt med den då mycket intensiva politiska debatten.

Gruppen kring Tegnér lyckades få Agardh vald till medlem av prästeståndet vid riksdagen 1817–1818. Som kyrkoherde var han valbar. Vid denna riksdag liksom vid senare riksdagar ägnade han sig främst åt ekonomiska frågor. Penningväsende- och bankfrågor tilldrog sig i första hand hans intresse. Genom misskötsel i Malmö-diskonten (banken), men också genom Riksbankens politik, gick de tre diskonterna, Malmö, Göteborgs och Götakanalbolags, överstyr. Ett försök till uppbyggnad av ett kreditväsen utanför Stockholm hade därmed misslyckats. Agardh kom att se Malmö-diskontens fall som den viktigaste orsaken till den ekonomiska stagnationen i Skåne under den följande perioden.

I debatterna i prästeståndet och utskotten hamnade Agardh ofta i minoritet (ofta bestående av en person) men verkar inte ha varit missnöjd med denna situation. I ett brev till Tegnér berättar han från riksdagen:

Uti Bancoutskottet har blifwit beslutat att Låntagares liqvider skulle få gå genom Discontens papper. Jag förklarade mig ensam deremot på det sätt, att jag påstod det alla Disconter bort sättas i cession och suspensionstillstånd, tills ordentlig utredning kunde ske, på det ej somliga skulle få fördelar, som nekades andra. Jag har i stånden fått dels medhåll och dels owett, och idag har man i prestståndet ruskat på manen mot mig. – Jag får wäl swara nästa plenidag. Brev från Carl Adolph Agardh till Esaias Tegnér årsskiftet 1817–1818 (Lunds universitetsbibliotek)

Agardh försökte förhindra att personer som hade satt in pengar i Malmö-diskonten köpte upp skuldebrev till samma bank och kvittade dem och på så sätt försämrade möjligheterna till ersättning för övriga som hade en fordran på banken.

En tredje källa till intresset för nationalekonomiska frågeställningar var att han följde Jean-Baptiste Sajs föreläsningar i Paris 1820–1821 (syftet med vistelsen i Paris var botaniska studier). Det var troligen då Agardh mer aktivt började läsa ekonomisk-teoretiska arbeten.

Under större delen av 1820-talet ägnade Agardh sig främst åt botanik. Han blev emellertid medlem av den kommitté som granskade landets hela undervisningsväsende 1825–1828 (den så kallade snillekommittén), inom vilken han drev en i många avseenden radikal linje. Bland annat betonade han starkt naturvetenskapernas roll. Hans reservationer till kommitténs betänkande är fortfarande mycket läsvärda.

I slutet av 1820-talet riktades hans intresse åt samhällsekonomin. Han publicerade 1829 en studie av ekonomisk teori: *Granskning av statsekonomiens grundläror*, till vilken

jag ska återkomma.¹²³ Under perioden fram till 1835 publicerade han dessutom ett stort antal artiklar men också pamfletter och större studier i ekonomisk-politiska frågor. Merparten av dessa publicerades enligt tidens sed anonymt, några dock med den lätt genomskådade signaturen C A A.

Under denna tid började Agardh vantrivas i Lund. I och med att Tegnér lämnade Lund för att bli biskop i Växjö fick Agardh problem med att klara de många interna universitetsstriderna. År 1830 försökte han bli dels statssekreterare för ecklesiastikärenden (motsvarar utbildningsminister nu), dels biskop i Kalmar. I båda fallen misslyckades han. År 1835 gick det bättre. Efter att Tegnér, Geijer och Wallin, som alla varit på förslag, dragit sig tillbaka blev han i en andra omgång satt i första förslagsrum och därefter utnämnd till biskop i Karlstads stift. Han tillträdde tjänsten 1836.

En biskop var förutom stiftets chef i kyrkliga frågor också ansvarig för skolorna. Tegnér hade i sitt stift koncentrerat sig på skolfrågorna och rekommenderade Agardh att göra detsamma. Den mer rastlöse Agardh engagerade sig emellertid på båda områdena. I skolfrågorna var han i hög grad praktisk. Han försökte förverkliga en del av sina idéer från utbildningskommittén. I kyrkliga ärenden var han mer av forskare. Agardh lärde sig hebreiska, översatte några böcker ur bibeln och bedrev kyrkohistoriska studier. Under andra delen av 1830-talet publicerade han endast några få artiklar med ekonomisk anknytning.

Under 1840-talets första del fick Agardhs ekonomisk-politiska intresse åter stort utrymme. Han var mycket aktiv under riksdagarna 1840–1841 och 1844–1845 och publicerade många och omfattande artiklar i ekonomiska frågor. Under senare delen av 1840-talet återgick Agardh mer till ett par tidigare intressen: matematik och botanik. De enda inläggen i ekonomisk-politiska frågor var pläderingar för inrättande av järnvägar i Sverige.

Under 1840-talet gjorde Agardh också ett försök med mer praktisk ekonomisk verksamhet. Han blev delägare i ett bruk, Stöpafors bruk. Försöket slutade i en personlig ekonomisk katastrof. Vikande konjunktur men framför allt förvaltarens misskötsel gjorde att resultatet blev personlig konkurs för Agardh. Övriga delägare kunde inte bidra till att täcka underskottet och hans egna tillgångar räckte inte. Denna händelse är en bakgrund till de händelser som skildras i Selma Lagerlöfs *Gösta Berlings saga*. Agardh var vid konkursen 63 år.

Efter en kort inaktiv tid var han på nytt ivrigt verksam. Om än som biskop självskriven medlem i prästeståndet kunde han nu som satt i konkurs inte delta i riksdagarna. Han skrev emellertid åter många artiklar i främst ekonomisk-politiska frågor. Framför allt skrev han tillsammans med -E Ljungberg det stora arbetet *Försök till en statsekonomisk statistik över Sverige*. De delar som Agardh svarar för, främst de ekonomiska delarna av arbetet, omfattar mer än 1700 sidor. Arbetet utgjorde också ett försök att reparera de personliga finanserna. Vid sin död i januari 1859 var han verksam

¹²³ Agardh anger att den huvudsakligen hade utarbetats i början av 1820-talet efter att han åhört SAYS föreläsningar. Agardh (1829, s 7).

med den del som enligt planerna skulle bli hans sista del av arbetet. Den skulle behandla skatterna och Agardh bad i brev sina vänner att skicka böcker som han läst under tidigare skeden av sitt liv, men också att samla in debetsedlar för olika klasser av personer. Som i övriga delar av arbetet ville Agardh kombinera teori med empiri.

Ekonomiska arbeten

Som framgått av biografien har Agardh publicerat många och omfattande arbeten i ekonomiska frågor. Ett sätt att gruppera dem är att göra en uppdelning i sådana som behandlar (central) ekonomisk teori och sådana som behandlar ekonomisk-politiska frågor. Gränsdragningen är delvis godtycklig. Även i de ekonomisk-politiska arbetena finns teoretiska analyser vad gäller tillväxt, konjunkturpolitik och penningväsende.

Till de ekonomisk-teoretiska arbetena hör främst *Granskning af statsekonomiens grundläror* från 1829 men också ett par tidskriftsartiklar från 1833 och 1839 och vissa delar av *Försök till en statsekonomisk statistik*. De ekonomisk-politiska arbetena är mer omfattande med ett mycket stort antal artiklar¹²⁴ men också pamfletter och längre skrifter. Till denna grupp hör också Agardhs motioner och inlägg i riksdagen. Han var dessutom en flitig brevskrivare och i många brev behandlar han ekonomiska frågor.

Arbetena behandlar delvis samma frågor. Han använder till exempel många av sina tidigare arbeten för den ”Statsekonomiska statistiken”. Det finns också ett sammanhang på annat sätt mellan hans skrifter. Såväl vad gäller ekonomisk teori som ekonomisk politik driver Agardh en konsekvent linje. Det finns visserligen skillnader mellan Agardhs uppfattningar på 1810-talet och de på 1850-talet – men likheterna är mer slående. Enligt min uppfattning går det att klart urskilja vad som är kärnan i Agardhs syn på ekonomisk teori och vad som kan betecknas som hans ekonomisk-politiska program. Nedan gör jag en kort sammanfattning.

Agardhs ekonomiska arbeten skrevs för en svensk publik. En skrift om statskuldssystemet översattes visserligen av hans medförfattare Magnus Björnstierna till engelska, men Agardhs intresse gällde Sveriges ekonomi och den svenska debatten. Det kontrasterar mot hans övriga vetenskapliga verksamhet. De tidiga botaniska skrifterna skrev han på latin och de senare på franska eller tyska, de teologiska på tyska och de matematiska arbetena på franska.

¹²⁴ Artiklarna är ofta långa. En tidningsdebatt mellan Agardh och C A Forselius utgavs senare i bokform och omfattade då mer än 300 trycksidor.

Ekonomisk-teoretisk grund

Den ekonomisk-teoretiska grunden för Agardh är klassikernas ekonomiska teori. Han är dock ingen okritisk anhängare utan har flera väsentliga invändningar. Vissa forskare har betecknat honom som merkantilist eller fysiokrat. Han kan dock inte betecknas som merkantilist bara för att han är förespråkare för en mer aktiv ekonomisk roll för staten än klassikerna eller som fysiokrat bara för att han känner sympati för fysiokraternas uppskattning av jordbruket.

Han ser den teoretiska utvecklingen som en stegvis utveckling från merkantilism, via fysiokraterna till Adam Smith och de andra klassikerna. Han framhåller också att det krävs ytterligare ett steg.

Af den hopträngda historiska framställningen vi lemnat torde det synas att det merkantila systemet blifvit vederlagt av det liberala (= klassiska) systemets anhängare, att Quesnays deremot blifvit vederlagdt af Smith, och att Smiths slutligen blifvit jäfvadt ej blott af de Practiske människens erfarenhet, utan äfven af en slags instinct, som ingifver Statsmännen en viss fruktan att sätta det i verket ... och att de gemensamt hafva bevisat, att Statseconomiens grundsats ännu icke är funnen. Agardh (1829, s 11).

Vilka är då Agardhs invändningar mot Adam Smith och *Wealth of Nations*, för vilken enligt Agardh gäller att ”ingen bok har varit jemförelsevis oftare citerad och mindre läst”? Agardh (1829, s 7). Hans viktigaste invändning gäller den passiva roll som klassikerna tilldelar staten. Enligt Agardh har staten andra uppgifter utöver dem som Adam Smith tilldelar den.¹²⁵

Statens styrelse delar sig i 3:ne huvudgrenar. Den första, och hwilken de övriga äro underordnade, innefattar värden om civilisationen. Den andra värden om Statens continuitet; och den tredje, värden om folkets industrie [samhällets ekonomi], såsom dels ett medel för civilisationen, dels ett medel för Statens försvar, och denna tredje är föremålet för statseconomien. Agardh (1829, s 63–64).

Agardh bortser i sin framställning från att Adam Smith anger andra uppgifter för staten än försvar och rättsväsende. Undervisning och kommunikationer är två områden som Smith speciellt betonar (Smith 1776; 1976, Book V, Kapitel I, Part III). Agardh

¹²⁵ För Agardhs syn på staten, se Liedman (1987).

betonar emellertid på ett helt annat sätt att statens ekonomiska politik kan ha ett positivt inflytande på ekonomin.

Mycket av Agardhs kritik av klassikernas syn på staten är en kritik av engelsk stormaktspolitik. England hade växt sig rikt med tullskydd och skulle nu som mest industriellt utvecklad nation främst vinna på frihandel enligt Agardh. Samtidigt fanns protektionistiska element kvar, bland annat navigationsakten, som Adam Smith försvarade. I andra sammanhang försvarade Agardh uppfostringstullar och hävdade att ett avvecklande av existerande skyddstullar i vissa fall kunde leda till omfattande arbetslöshet.

Agardh kritiserar också Adam Smiths pristeori med dess starka betoning av utbudet och av kostnaderna för varornas framställning. Agardh vill skilja mellan varans *pris* (utbud) och varans *värde* (efterfrågan):

Vi måste härleda varans värde ifrån dess natur att vara njutningsmedel.
Agardh (1829, s 31).

Han konstruerar en prisekvation där priset beror dels på framställningskostnader, dels på relation mellan ”behov” och ”förråd”.¹²⁶ Framställningskostnaden sätter den lägre gränsen för priset, värdet den högre gränsen. Inom dessa gränser är byte fördelaktigt. Till skillnad från Smith men i likhet med Say betonar Agardh efterfrågans roll, och han kan sägas utgå från ett slags ”nyttoteori”.

Agardh kritiserar i anslutning till andra författare Smiths uppdelning i produktivt och icke-produktivt arbete. Kritiken följer från hans ”nyttoteori”. Tjänster kan lika väl som varor vara ”njutningsmedel”. Med betoningen av varornas (subjektiva) värde för konsumenterna får handeln en central roll. Handel är produktivt arbete enligt Agardh.

Kanske mer i polemik mot Say än mot Smith framhäver han pengarnas roll i ekonomin. Han menar att pengar inte är en vara bland andra varor. Pengar är inte, som enligt Say, en godtycklig numerär, som kan ersättas av vilken vara som helst. Agardh betonar pengars egenskaper inte bara som bytesmedel utan också som värdebevarare. Pengar *gifva åt dess innehavare en fordran på hvilken vara som heldst*. Agardh (1829, s 53). Pengar och ordnat penningväsende har enligt Agardh stora fördelar. Det underlättar byten (handel) och befordrar värdebevarande (sparande). Ett ordnat penningväsende (med banksystem) kan också klara sig med mindre mängd myntmetall (ökad omsättningshastighet).

Adam Smith framhäver arbetsdelningen som tillväxtfaktor medan Agardh främst nämner arbetsdelningen som något som utarmar arbetsinnehållet.¹²⁷ Agardh betonar

¹²⁶ Här kan nämnas Agardhs starka kritik av främst Say för att inte använda sig av matematik vid ekonomisk analys. Agardh utnyttjar emellertid själv matematik endast vid få tillfällen i sina ekonomiska skrifter. Agardh (1829, s 32–33).

¹²⁷ Även Smith (1776; 1976, s 781 ff) uppmärksammar denna sida av arbetsdelningen.

istället den teknologiska utvecklingen och kapitalbildningens roll för den ekonomiska tillväxten.

Det är i synnerhet på tre olika sätt, som vår stigande kultur söker att minska behovet av människokrafter: det första är lättandet af kommunikationer: det andra är införandet av maskiner: det tredje är arbetsprocessens förenkling och förkortning. Agardh och Forselius (1845, s 11).

För att motverka arbetslöshet och åtföljande fattigdom till följd av det minskade behovet av människokrafter krävs kapital. I förlängningen ligger emellertid också att människorna efter hand behöver arbeta mindre:

En annan sats som härflyter af Smiths lära, är att ju mera en nation arbetar, desto rikare är den. Denna sats är falsk. Rikedomen står inte i förhållande till arbetet. Det ligger i tingens utveckling, att människoarbetet på jorden skall småningom förminska. De döda Naturkrafterna skola i män som vetenskaperna stiga, intaga den lefvande människokraftens ställe. Agardh (1829, s 73–74).

Agardh kan betecknas som en villkorlig utvecklingsoptimist. Om man inte bedriver en bra ekonomisk politik, leder utvecklingen till arbetslöshet och fattigdom. Men med en god ekonomisk politik går utvecklingen mot en högre levnadsstandard. Vilken är då denna goda politik?

Agardh läste och kommenterade också Malthus. Han ser i likhet med Malthus en tendens till att befolkningen ökar när ”civilisationen” gör framsteg (produktionen ökar) och att denna befolkningsökning bidrar till framväxten av fattigdom – ”pauperism”. Han ser däremot inte den stigande befolkningen som något som med nödvändighet leder till fattigdom och tror inte att levnadsstandarden på lång sikt måste sjunka ner till en miniminivå:

Folkmängden är, enligt naturens gång i ett oupphörligt tilltagande; till följe deraf fordras äfven en oupphörligt ökad industri och nya näringskällor och för dessa ett oupphörligt ökat rörelsekapital. Prästeståndets protokoll 1834 (Vol. V, s 41).

Sanningen kännes alltid dunkelt af det sunda och allmänna människoförståndet. Man har ofta förklarat, att pauperismen härledde sig af öfverbefolkning, och practiskt bevisat denna öfvertygelse derigenom, att man sökt förekomma pauperism genom utvandringar

och colonisationer. Man har liksom af instinkt kändt, att området, på hvilket en människomassa vistades och verkade, småningom blef för trångt. Sålunda har, liksom man i forntiden afböjde pauperismen genom colonisationer och folkvandringar, man äfven i våra dagar funnit deruti det kraftigaste botemedlet. I Sverige, der man ej kan och ej vill utvandra, har man i stället tänkt på att inskränka folkökningen, och att således minska giftermålen. Det ligger otvifvelaktigt mycken sanning i denna förklaring af pauperismen, då man härleder den från öfverbefolkning. Men detta begrepp om öfverbefolkning, såsom orsak till pauperism, är icke blott oklart, det är tillika endast halft. Orsaken ligger nemligen ej i ett enda factum, utan i en relation emellen två; ej i folkets mängd, utan i folkets mängd i förhållande till en annan sak, nemligen till arbetstillfället. Samma effect åstadkommes, om man ökar arbetstillfället, eller om man minskar folkmassan. Prästeståndets protokoll 1840–41 (Vol. I, s 326–327).

Agardh ser alltså inte en stigande befolkning och ett ökat arbetsutbud som ett oöverstigligt problem. Det är möjligt att uppnå en tillväxt som är tillräcklig för att nå full sysselsättning och stigande levnadsstandard även vid en växande befolkning. Agardh vill tvärtom på olika sätt stimulera utbudet av arbetskraft. Bakom detta ligger också en mycket stark betoning av arbetsmoralen: alla ska arbeta.

Människans bestämmelse är i första rummet att arbeta. Hvilan från arbete är blott ett undantag; arbetslösheten, lättjan hos de lägre klasserne, dagdrifveriet hos de högre, är en förbrytelse mot naturen. Agardh (1856, s 87).

Denna arbetsmoral hindrar dock inte Agardh från att se och uppskatta att arbetstiden i en framtid kommer att minska genom den ökade produktiviteten.

Ekonomisk-politiskt program

Agardhs ekonomisk-politiska program finns inte samlat på ett enda ställe. Det går ändå att klart utläsa av hans skrifter. Det finns variationer över tiden, men det är ändå stabiliteten i hans program som är påfallande. Agardhs program var radikalt, långt före sin tid, när det först presenterades. Det var fortfarande radikalt till många delar under slutet av hans levnad, även om det då delvis blivit förverkligat.

Agardh försökte ständigt få stöd för sitt ekonomiska program. Han sökte stöd där han kunde få det. Det är troligen en av förklaringarna till att han har åsatts många

etiketter, bland andra radikal, liberal och konservativ. Fristående ekonomisk debattör är kanske en rimlig nutida beskrivning av hans roll.

Målen i det Agardhska programmet är stabil tillväxt, låg arbetslöshet och bekämpande av fattigdomen (pauperismen). Ett överordnat mål är nationellt oberoende. Vilka är då medlen? Lättast framgår det av hans modell för ekonomisk tillväxt. Enligt denna förekommer arbetsbesparande tekniska framsteg. Om tillräckliga investeringar görs dels i kommunikationer (för att få större och bättre fungerande marknader), dels i de varuproducerande delarna av ekonomin, är det möjligt att få stabil tillväxt utan arbetslöshet och fattigdom. Problemet är kapitalbildningen.

Kapitalbildningen var enligt Agardh för låg inte på grund av bristande spar- eller investeringsvilja, utan av att det inte fanns ett fungerande penningväsende. De som vill spara (och inte själva investera) kan inte göra detta på ett ekonomiskt rimligt sätt (utan konsumerar hela inkomsten), och de som vill investera kan inte låna pengar till investeringarna.

Lösningen på dilemmat är enligt Agardh ett (fonderat) statsskuldssystem. Detta kan tjäna som bas för ett banksystem. Bankerna lånar in medel från allmänheten och köper statsobligationer för en del av inlåningen. Det ger dels bankerna en säker placeringsmöjlighet, dels allmänheten en ökad säkerhet. Statsskuldssystemet har också andra fördelar enligt Agardh. Den statliga upplåningen kan delvis användas för att finansiera omfattande statliga investeringar. Med det avser Agardh främst investeringar i kommunikationsväsendet; under tidigare decennier framför allt kanaler, under senare decennier järnvägar. Den statliga upplåningen kan också användas så att Riksbanken lånar ut pengar till produktiva investeringar. Denna typ av lån fanns väl organiserade vad gällde bergsbruk, men Agardh ville också att motsvarande lånemöjligheter skulle finnas för andra näringsgrenar.

De statliga investeringarna i kommunikationer och annan infrastruktur borde finansieras via statlig upplåning. Avkastningen av dessa investeringar tillföll också kommande generationer och det var inte försvarligt att en generation skulle stå för hela kostnaden. Även i övrigt ivrade Agardh för uppbyggnaden av en fungerande kreditmarknad. Han tog aktiv del i startandet av hypotekskassor och sparbanker och publicerade mycket i dessa frågor.

Offentliga arbeten hade enligt Agardh flera fördelar. För det första innebar de att nödvändiga investeringar i kommunikationsväsendet kom till stånd och tillväxten därför underlättades. För det andra innebar de ett direkt bekämpande av arbetslöshet och fattigdom, genom att arbetslösa anställdes. För det tredje innebar de en möjlighet att påverka arbetsmarknaden i övrigt. Agardh såg det framväxande daglönesystemet som ett system med negativa sociala och ekonomiska konsekvenser. Genom en ökad konkurrens om arbetskraften skulle kontraktsstrukturen kunna ändras.

Samhället kan ej minska denna flod (daglönarsystemet), utan genom uptagandet af ett system för offentliga arbeten i stort: d v s som ett statsselement... Då staten sålunda competerar med de enskilda, skola dessa blifva angelägne att förbinda sig arbetare för längre tid, hvilket äfven samhället företrädesvis bör gynna och befordra, samt således betrakta sitt eget behof af arbete såsom endast supplement till det enskilda. Agardh (1846, s 22).

Agardh är som framgår starkt kritisk till daglönarsystemet och vill ha en annan utformning av arbetskontrakten:

Det vore i sanning nedslående, om daglönarsystemet vore det enda, som öfverensstämde med arbetarens frihet. Liksom ett contract för en månad, för ett år, för flera år, vore mera ingripande i den borgerliga friheten än ett contract för en dag! Agardh (1846, s 21).

Konkurrensen skulle dock inte vara alltför hård:

Dessa allmänna arbeten måste i första rummet anses som supplement till det enskilda arbetet, som bör få gå sin jemna gång, och utveckla sig i orubbad ordning; så att man icke beröfvar de enskilda sina arbetare, samt derigenom höjer dagspenningen öfvermåttan, och sålunda hämmar den enskilda industrien och företagsamheten. Agardh (1856, s 98).

Enligt Agardh fyller också de offentliga arbetena ytterligare en funktion, att få de som inte vill arbeta att arbeta:

Genom en sådan inrättning, skulle en stor mängd personer, som nu redan förfallit eller snart förfalla i lättja och dagdrifveri, tvingas att arbeta och räddas undan förderfvet. Agardh (1856, s 100).

Offentliga arbeten var alltså inte tänkta som ett stabiliseringspolitiskt medel utan som en del av ett program för tillväxt. Däremot hade Agardh andra förslag för att stabilisera ekonomin.

Efter myntrealisationen 1834 hade Sverige silvermyntfot från att tidigare ha haft en rörlig valutakurs. Silver fanns i Riksbanken som en valutareserv men också som en reserv för den utelöpande sedelmängden. Riksbanken strävade efter att hålla en viss relation mellan silverförråd och penningmängd. Vid en chock i ekonomin, t.ex. en nedgång i järnexporten eller ett par års missväxt, minskade Riksbanken penningmängden som svar på ett av importöverskottet orsakat silverutflöde. Detta

skedde genom minskad utlåning (färre nya och indragna gamla lån). Detta ledde enligt Agardh till minskad ekonomisk verksamhet och till arbetslöshet. Läget förvärrades genom att de indragna lånen ledde till minskade investeringar och därmed till mindre export enligt Agardhs analys. Importen som främst bestod av konsumtionsvaror reagerade långsammare än exporten. Mer silver strömmade ut och krisen förlängdes. I stället menade Agardh att man skulle driva en aktiv penningpolitik.

Ty med temporärt minskadt exportvärde eller ökad import bör rörelsekapital [sedelmängden] temporärt förökas, och tvertom detsamma åter indragas, när konjunkturen jemnar sig. Under ett missväxtår t ex år 1838, då 500 000 tunnor säd införskrefvos, hade rörelsekapital bort förökas motsvarande detta belopp, samt derefter åter under goda år indragas. Agardh och Forselius (1845, s 95).

Av Agardhs uppfattningar i ekonomisk-politiska frågor har, förutom hans förespråkande av offentliga arbeten, ofta understrukits hans försvar för tullar. Jag tror att man har överbetonat tullarnas roll för Agardhs ekonomiska program. Från 1823 och framåt finns visserligen många exempel på att Agardh försvarat tullar – dels uppfostringstullar, dels för att avveckling av tullar i vissa fall kunde leda till arbetslöshet.

Senare blev han en mer uttalad motståndare till tullar. Ett exempel ges i ett tal från 1850-talet:

Sverige borde, enligt denna min tankegång, i stället för att fullfölja sitt närvarande statsekonomiska system, – som åsyftar att med uppmuntringar, lånebiträden, förbud och skyddstullar, upprätthålla fabrikationen, – företrädesvis sysselsätta arbetet dels med frambringande af råämnen, dels med husslöjden, samt låta fabrikerne endast sjelfmant och på ett naturligt sätt uppvexa derutur. Men detta senare kan icke ske, inga fabriker kunna af sig sjelfva uppvexa och bibehålla sig i vårt land, förrän stora kapitaler samlat sig der, emedan detta är villkoret för fabrikers uppkomst i alla länder. Agardh (1854, s 32).

Klarare och konsekventare är Agardhs motstånd mot regleringar av den interna handeln. Ett exempel är hans polemik mot ett förslag om ”magasininrättningar”. Förslaget gick ut på att inrätta spannmålsmagasin i varje socken för att förekomma svält vid missväxt. Varje socken skulle själv under de goda åren förse sig med förråd. Under goda år skulle hälften kunna lånas ut. Det var en ny version av en tidigare försökt magasinsordning.

Agardh var starkt kritisk. Svält var inte en nödvändig följd av missväxt. Missväxt ledde inte till svält i Stockholm och Göteborg som inte hade någon egen spannmål.

Svält förekom i Norge bara när fisket slog fel och man inte kunde köpa spannmål. Att förebygga svält är en fråga om fungerande kommunikationer och fungerande spannmålshandel. Magasininrättningar skulle inte med den föreslagna konstruktionen med utlåning också under goda år hindra att en mer omfattande missväxt ledde till svält, och den skulle förstöra den privata spannmålshandeln.

Denna anstalt skall ... bringa den inhemska spannemålshandeln derhän, att de sädesrika Provinsernes spannemål icke har någon säker afsättning inom landet. Agardh (1833, s 19).

Att Sverige under normalår varken exporterade eller importerade spannmål var ett dåligt utgångsläge för en väl fungerande spannmålshandel. En lösning var att verka för att göra Sverige till ett under normalår spannmålsexporterande land. Det kunde uppnås genom avskaffande av exporttullar och genom odlingslån till jordbruket.

Det är ett av många exempel på hur Agardh intresserade sig för problem med arbetslöshet, fattigdom, missväxt och svält. I sin verksamhet som biskop i Karlstad mötte han påtagligt problemen i Finnbygden i norra Värmland. Nedan följer ett exempel på hur han såg på denna fråga. Det går att finna nära paralleller till Wicksells analys av samma problem ett halvt sekel senare.

Folket ökar sig derföre der i en fruktansvärd proportion; och då näringsmedlen icke öka sig måste nöden öka sig i stället. De Statsekonomiska hjelpemedlen häremot kunna icke wara mer än twenne. Det ena, att nya näringskällor öppna sig. Sådant sker, då Bruk anläggas; derwid upkommer icke ondt, om Bruksägarna, såsom här är wanligt, äro hederlige män. Andra medel finnas äfwen. Afsättningen på Norige är nära. Handaslöjder kunde der bildas. Man har wäft der wackert lärft. Småspiksmide, som kan göras i spiseln, trä-skotillwerkning och dylikt. Men för sådant fordras oughörlig och säker afsättning. Ty den fattige har ej förlag. Staten bör då, för sådant hålla magasin, och sedan allt säljas på auction i massor. I början blifwer förlust; snart blifwer förlusten mindre, slutligen ingen. Derigenom att tillwerkningen säljes i massor blir den en handelsartikel. Det andra medlet wore att man befordrade enskilda utflyttningar. Så snart barn upwuxit till arbetsåldern, borde de förmås att söka tjenst i andra trakter, der arbete fines, icke såsom nu gå ut på arbete för sommarn. De blevo då qvar, återgingo icke och folket ökades ej såsom nu till en obegränsad höjd. Brev från Carl Adolph Agardh till Bernhard Cronholm 1852 (Lunds universitetsbibliotek).

Agardh motsatte sig liksom de klassiska ekonomerna i England de lagar som begränsade arbetskraftens geografiska rörlighet och möjligheterna för personer att söka sig till nya sysselsättningar. Från Riksdagen 1817–1818 och fram till hans sista artiklar från slutet av 1850-talet argumenterade Agardh för näringsfrihet och mot skrävåsen och andra typer av regleringar. Speciellt kan nämnas hans kritik av de regler som hindrade fattiga att flytta över kommungränsen och regler som förbjöd kvinnor från att etablera sig inom de flesta yrken. (Se bl.a. Agardh (1854, s 268–299)).

Agardh och två ekonomiska kriser

Agardh var som framgått starkt engagerad i den ekonomiska utvecklingen och den ekonomiska politiken. Jag ska här ytterligare kort uppmärksamma hans bidrag till diskussionen av två kriser: den under slutet av 1810-talet och början av 1820-talet samt den i början av 1840-talet.

Den första krisen var delvis en följd av den ekonomiska oro som följde under och efter Napoleonkrigen. Den ledde till att det svenska bankväsendet fick mycket allvarliga problem. De tre banker som kallades diskonter och som hade startats i början av 1800-talet¹²⁸ föll i oktober 1817. Problemen uppenbarade sig först i Malmödiskonten, men också de båda andra diskonterna (Göteborgsdiskonten och Götakanalbolagsdiskonten) föll samma år.¹²⁹ Det innebar allvarliga ekonomiska problem för näringslivet, inte minst i Skåne. Det blev svårare både att placera överskott i verksamheter på ett sätt som gav avkastning och också att låna till investeringar. Agardh tog upp hanteringen av diskonterna i Riksdagen 1817/1818 vid olika tillfällen.

Det var en livlig debatt om bankväsendet på 1820-talet. Se Adamsson (2014). Vid Riksdagen 1823 var Agardh än mer aktiv i denna fråga än vid Riksdagen 1817/1818 och gjorde talrika inlägg i olika debatter och lade fram olika förslag. Han förespråkade bildandet av en ny diskont för södra delen av Sverige och att den skulle startas i Malmö (och inte som föreslagits i Kristianstad).¹³⁰ Det dröjde dock ända tills 1830 innan en bank åter startade i Skåne. Dessa debattinlägg kan också ses som startpunkten för hans omfattande ansträngningar i att starta olika kreditinstitutioner i Skåne som hypoteksbank och sparbank. Till det kan också knytas hans förespråkande för en statsskuld. Den skulle leda till placeringsmöjligheter för sparande samtidigt som det skulle ge möjligheter till investeringar i olika typer av infrastruktur.

¹²⁸ Malmö- och Göteborgsdiskonterna hade startats 1803 och Götakanalbolagsdiskonten år 1810.

¹²⁹ Se Adamsson (1996), Nygren (1985) och Andreen (1958) för bankkriserna under 1810-talet samt Kärrlander (2011, 2012) speciellt för krisen i Malmödiskonten.

¹³⁰ Se Prästeståndets protokoll, Riksdagen 1823, del VII, s 179ff.

En andra kris, som Agardh bland annat behandlade utförligt på Riksdagen 1840/41, var att fattigdomen (pauperismen) ökade i Sverige. Han la fram en motion om att en fjärdedel av Riksbankens vinst skulle användas för allmänna arbeten (främst till vägar, hamnanläggningar och nyodlingar), både för att främja ekonomins utveckling och för att minska fattigdomen. Han höll ett längre anförande i Riksdagen den 6 mars 1840 och anförde bland annat:

... Industriens problem är nu att åstadkomma den största möjliga produkt med det minsta möjliga arbete, hvaraf uppstått substitutionen af döda naturkrafter i stället för lefvande, och maskiner i stället för mennisko-arbete. Deraf följer att menniskoarbetet alldeles icke, såsom förr, ökar i samma proportion som productionen, hvaraf åter vidare följer, att om både population och production öfverlemnas åt deras egen utveckling, populationen måste öka sig starkare än arbetstillfället i detta fall.

Ett lands välstånd betecknas alltid genom dess stigande production. Således låter det icke allenast ganska väl tänka sig, utan tvärtom det är äfven af andra skäl nästan nödvändigt, att med ett stigande välstånd alltid förenas en fortskyndad pauperism, på det sätt, att de fördela sig vid de två extremerna af Samhället. Prästeståndets protokoll vid Riksdagen 1840/41 del I, sid 326.

Agardh uppvisade, som framgår av detta citat, en stark oro för växande klyftor i samhället. Hans argumentation påminner om den som framförs i våra dagar om förekomsten av ett samband mellan tillväxt och ökade inkomstklyftor. Agardh fick Riksdagen med sig i mycket hög grad i detta fall. Den beslutade att hela Riksbankens vinst skulle gå till offentliga arbeten.

En modern ekonom?

Agardh kan sägas ha ett mer eller mindre fullständigt ekonomiskt-politiskt program som täcker de flesta av dagens ekonomisk-politiska frågor. Han hade ett penningpolitiskt program inriktat på att bygga upp ett fungerande bank- och kreditmarknadssystem, där han betonade betydelsen av en statskuld och utgivande av statliga obligationer som skulle göra det möjligt för bankerna att få en säker avkastning på sina medel. Uppbyggnaden av en statskuld skulle också göra det möjligt för staten att göra infrastrukturinvesteringar som kanaler och järnvägar. Han betonade också vikten av fungerande marknader och förespråkade i många fall avreglering av

olika marknader. Fungerande marknader skulle motverka bristsituationer vad gäller livsmedelsförsörjningen och göra det lättare att finna arbete genom intern migration. Staten skulle ha en aktiv roll i flera avseenden. Han betonade som nämnts infrastrukturinvesteringar men också satsningar på utbildning och arbetsmarknadsutbildningar och åtgärder som kan leda till produktivitetsutveckling. Tillsammans formar de olika förslagen ett sammanhängande ekonomisk-politiskt program. Han är i många avseenden fortfarande en modern ekonom.

Referenser

- Referensförteckningen innehåller ett representativt men starkt begränsat urval av Agardhs skrifter. För dem som vill läsa mer om Agardhs verksamhet och idéer rekommenderas Wallerius (1975), Larsson och Modéer (1985) och Liedman (1986a).
- Adamsson, R (2014), *Reformivriga tidningar och svårflörtad överhet. Stockholmspressen och den högre förvaltningen under 1820-talet*, Kungl. Vitterhets Historie och Antikvitets Akademien, Historiska serien 28, Stockholm.
- Adamsson, R (1996), "Standards and Judgments in Times of Crisis: Familiar und Unfamiliar Short Studies Concerning the Period from 1815 to 1818", i P Hedström och E Köhlhorn (red), *Sociology through Time and Space*, Essays in Honor of Carl-Gunnar Jansson, Stockholm: Sociologiska institutionen.
- Agardh, C A (1829), *Granskning av Stats-Ekonomiens Grundläror*, Lund.
- Agardh, C A (1833), *Om undsättningsanstalter i missvextår i anledning af Hr K R Welins senaste förslag*, Lund.
- Agardh, C A och Forselius, C A (1845), *Penningbranschen och penningväsendet*, Örebro.
- Agardh, C A (1846), *Arbetsklassens förändrade ställning och orsaker till tilltagandet af vanvårdade barn*. Tal hållet vid Wermlandska föreningens för vanvårdade barn första sammanträde den 16 nov 1846. Carlstad.
- Agardh, C A (1848), *Skall Sverige hafva Jernbanor eller icke?* Stockholm.
- Agardh, C A (1851), "Anmärkningar vid herr Aug. v. Hartmansdorffs anförande vid R. och Adelns protocoll den 3 maj 1851 uti Skatteförenklingsfrågan", *Tiden* nr. 47, 48 och 53.
- Agardh, C A (1854), *Tal om Svenska näringarnes riktning*, hållet vid Wermlandska Hushållnings-sällskapets stiftelsefest den 19 febr 1853. Stockholm.
- Agardh, C A och Ljungberg, C E (1852-1863), *Försök till en statsekonomisk statistik öfver Sverige* 1-4, Karlstad 1852-57, Stockholm.
- Andreen, P G (1958), *Politik och finansväsen: Från 1815 års riksdag till 1830 års realisationsbeslut, del 1: 1815-1818*, Acta Universitatis Stockholmiensis, Stockholm Studies in History 3, Stockholm: Almqvist och Wiksell.

- Kärrlander, T (2011), *Malmö diskont – en institutionell analys av en bankkris*, (doktorsavhandling), Stockholm: KTH.
- Kärrlander, T (2012), ”Krishanterare före sin tid. Hans Järta (1774–1847)”, i T Petersson (red), *Pengamakarna. 350 år av entreprenörskap och innovation inom det svenska finansiella systemet*, Stockholm: Atlantis.
- Larsson, G och Modéer, K-Å (red), (1985), *Carl Adolph Agardh 1785–1859. En minnesbok*. Lund: Akademiska föreningen.
- Liedman, S-E (1986), *Den synliga handen*. Stockholm: Arbetarkultur.
- Liedman, S-E (1986a), ”Gestalter i svensk lärdomshistoria 3. Carl Adolph Agardh”, *Lychnos*, s 71–104.
- Nygren, I (1985), *Från Stockholms Banco till Citibank. Svensk kreditmarknad under 325 år*, Malmö: Liber förlag.
- Smith, A (1776; 1976), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, R H Campbell och A S Skinner (red), Oxford: Oxford University Press.
- Wallerius, B (1975), *Carl Adolph Agardh. Romantikern – politikern. Tiden i Lund (till 1835)*. (Doktorsavhandling), Kungälv.

11 Monetary muddles



Axel Leijonhufvud

Axel Leijonhufvud was born in Stockholm, Sweden and obtained his fil.kand at Lund University in 1960. He came to the University of Pittsburgh on a Sweden-America Fellowship that same year and would earn an M.A. at Pittsburgh and a Ph.D. at Northwestern in Economics. He was professor of economics at UCLA for many years and during that time supervised nearly fifty doctoral dissertations. Among them was that of Lars Jonung with whom he has maintained a close relationship over the years. In 1995 he was appointed Professor of Monetary Theory and Policy at the University of Trento. On retirement he was named, through the Ministry of Education in Rome, professore emerito. He received his first honorary degree from the University of Lund, Sweden. He subsequently received honorary degrees from the University of Nice, France, and University of Cordoba, Argentina. He has had a number of distinguished appointments including Overseas Fellow of Churchill College, Cambridge, Institute of Advanced Studies, Princeton, and Centers for Advanced Studies in Jerusalem and in Vienna. He is best known for his 1968 book *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes* (Oxford) which has been translated into six languages. He also

authored *Information and Coordination* (Oxford, 1981) and with Daniel Heymann *High Inflation* (Oxford, 1995) and has published numerous articles many of which appear in his collected works. During the Great Recession he wrote a number of articles for the on-line publication VOX.EU.

The stability or instability of the market economy is an issue that has been all but ignored in macroeconomics for several decades.¹³¹ Within monetary economics, the distribution of income has been similarly ignored. The crisis of recent years tells us in no uncertain terms that we have to pay more attention to these two topics.

Changes in financial regulation and in the conduct of monetary policy have not only played a very significant role in generating the financial crisis but have also been important in bringing about a large shift in the distribution of income over the last two or three decades.

Lack of attention to financial stability and income distribution

The lack of attention to the stability of the financial system is at first sight surprising. Every economist knows about bank runs after all. But in the United States, deposit insurance had eliminated runs on deposit banks ever since the Great Depression. Runs on banks in other parts of the world - of which there was a significant number - made no impact on an American dominated economics profession that regarded the problem as solved.

The crisis dictates a reappraisal. It also demonstrates that the problem had metamorphosed for old-fashioned bank runs were basically not involved.¹³² We have much to learn before we can be confident that we know how the present day financial system can be reliably governed.

For a very long time, monetary economics has been dominated by theories in which money is *neutral*. In such theories, monetary policy has only evanescent effects on the allocation of resources and affects the distribution of income or wealth only in

¹³¹ This article was originally prepared for the Cato Institute's 32nd Annual Monetary Conference, November 6, 2014 and published in *Cato Journal*, vol. 35, no. 2 (Spring/Summer 2015). It is a revised version of Axel Leijonhufvud's lecture "Central Banking, Stability and Income Distribution" given at the University of Cordoba, September 2013, and at the Central Bank of Iceland, October 2013. He thanks Earlene Craver-Leijonhufvud for her comments on successive versions. The article is reprinted here with the kind permission of Jim Dorn, editor of *Cato Journal*.

¹³² The one exception was the run on Northern Rock in the UK. It had depositors lining up on the street in a most traditional way.

so far as people fail to anticipate the inflation rate correctly when entering into nominal contracts.

But money is not neutral in the present monetary regime. It is obvious that monetary policy has had very significant effects on the allocation of productive resources in the long run-up to the crisis. It is perhaps less obvious that it has also affected the distribution of income. But I believe it has.

A look back

The two great names in monetary economics a century ago were Knut Wicksell and Irving Fisher. Both were intensely preoccupied with the distributive consequences of monetary management. In fact, it was very largely this concern that motivated their work in monetary economics.

Wicksell sought to find a way to manage money so as to stabilize the price level and thus to avoid price changes that would change the real outcome of nominal contracts. Fisher advocated the *compensated dollar* - a scheme to "correct" the distributive effects of changes in the price level.¹³³ Both of them saw distributive effects of changes in the price level as offenses against social justice and consequently as a threat to social and political stability.

Wicksell and Fisher were of course both aware of the potential instability of fractional reserve banking systems and of the recessions resulting from bank runs - as were all their contemporaries. But both tended to believe two things: (1) that the economic system was basically stable¹³⁴ *provided* the price level was kept more or less constant, and (2) that (with the same proviso) the distribution of income was determined by the marginal productivity of the factors of production.

Today, distributive issues have not been of interest to monetary economists for many decades. Not only are they no longer a central concern - they are ignored and forgotten altogether.

Turning next to the greats of monetary theory of half a century ago I would single out Friedrich von Hayek and Milton Friedman. It is noteworthy that these two icons of free market conservatism agreed on nothing at all in the field of monetary

¹³³ Wicksell similarly argued for ex post compensation for the losses in real purchasing power incurred in the World War I inflation in Sweden.

¹³⁴ During the early years of the Great Depression, Fisher made numerous public predictions that the economy was about to rebound. His "Debt-Deflation Theory of Great Depressions" (Fisher 1933) was his eventual response to having been so persistently wrong. But by the time it appeared he had completely lost his audience.

economics.¹³⁵ Friedman always took the basic neutrality of money for granted. Hayek, on the other hand, was one of the two most prominent advocates of the Austrian theory of the business cycle - and in that theory money was anything but neutral but responsible for large and long-lasting effects on the employment and allocation of resources.

Credit driven boom-bust cycles are temporally asymmetrical. The build-up is slow and long, the collapse quick and sudden. In Hemingway's *The Sun Also Rises*, one of the protagonists asks his friend: "How did you go bankrupt?" "Two ways", went the answer, "gradually, then suddenly."

The period leading gradually to the recent sudden crisis has the hallmarks of an "Austrian" boom. For a great many years, the Austrian theory of business cycles was kept just barely alive by a small and rather marginal group in the economics profession. For the last 60 or 70 years, macroeconomics was dominated first by "Keynesian" theory - or, I should say, by what was widely thought to be Keynesian theory - then by Monetarism and most recently by Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE) theory - an evolutionary sequence of theories that ended up in a fool's paradise conducive to much mathematical elaboration, and thus very congenial to modern economists. Intertemporal equilibrium models incorporating no financial markets did not offer much help in understanding the events of recent years.

Interest in the Austrian theory will presumably revive. In its original form, however, it predicted that an overinvestment boom would be accompanied by inflation. Mises and Hayek had of course lived through the great post-WWI inflations and knew first hand not only the great redistributions of wealth that they brought but also the social and political upheavals that followed.

There was not much in the way of CPI inflation in the run-up to the recent crisis. So some modification of the original theory is in order. Moreover, we have to consider whether monetary mismanagement may have significant distributive effects even when the price level does not change significantly.

Losing control: structure, regulation, policy

For some 60 years after the Great Depression, the financial system of the United States remained basically stable. The Glass-Steagall regulations successfully constrained the potential instability of fractional reserve banking. A number of developments in the last 20 years undermined this stability and, in 2007-08, the system suddenly proved dramatically, disastrously unstable.

¹³⁵ So much so in fact that when Hayek moved from the London School of Economics to the University of Chicago in 1950, he was kept out of the Economics Department and did not get to teach the economics for which he was known.

Deregulation and industry structure

The financial structure inherited from the 1930s divided the system into a number of distinct industries: commercial banks, Savings & Loan institutions, credit unions, and others. It also divided it spatially. Banks located in one state could not branch across the line into another. This structure of the financial sector gave it great resilience. On another occasion I used the metaphor of a ship with numerous watertight compartments. If one compartment is breached and flooded, it will not sink the entire vessel.

In the field of system design, this would be seen as an example of modularity (Baldwin and Clark 2000). Modular systems have several advantages over integral system. The one relevant here is that failure of one module leaves the rest of the system intact whereas failure in some part of an integral system spells its total breakdown. In the old U.S. modular system of financial intermediaries, the collapse of the Saving & Loans in the 1970s and early 1980s was contained to that industry.¹³⁶ It did not bring down other types of financial intermediaries and it had no significant repercussions abroad. In the recent crisis, losses on mortgages of the same order of magnitude threatened to sink the entire American financial system and to spread chaos worldwide.

The deregulation that turned the U.S. financial industry into an integral system is one of several instances where the economics profession failed spectacularly to provide a reasonable understanding of the subject matter of their discipline. The social cost of the failure has been enormous. At the time, the abolishment of all the regulations that prevented the different segments of the industry from entering into one another's traditional markets was seen as having two obvious advantages. On the one hand, it would increase competition and, on the other, it would offer financial firms new opportunities to diversify risk. Economists in general failed to understand the sound rationale of Glass-Steagall. The crisis has given us much to be modest about.

Deregulation and incentives

Deregulation did great damage also in another respect. It allowed the great investment banks to incorporate and one by one they all did so in the late 1980s and early 1990s. Historically, they had been partnerships with the partners subject to essentially unlimited liability. For a long, long time, the public perception of bankers was that they were cautious, conservative people who would not lend to anyone who actually needed money. Incorporation meant limited liability for the investment bank and no direct liability for its executives. The incentives for executives in the industry

¹³⁶ The S&L industry was destroyed by the inflationary policies that raised the interest rates required to attract or maintain deposits high above the rates earned on previously issued 30-year mortgages.

changed accordingly. In a few years, the public perception of investment bankers also changed. Now they are seen as jet-setting high-rollers. Economists in general failed to predict this change in bankers' risk attitudes. We have much to be modest about.

From money stock control to interest targeting

In the same period, there occurred a dramatic change in the operating doctrine of central banks. Deregulation and financial innovations had combined to render the velocity of various monetary aggregates increasingly unpredictable. As a result the monetarist policy doctrine, that only a few years earlier had held sway in a many central banks, was quickly abandoned. It was replaced by the Wicksell-inspired doctrine of interest targeting brought up to modern technical standards in Michael Woodford's (2003) *Interest and Prices*.

In practice, the rule was now that the central bank should maintain the repo rate constant as long as the rate of change of the CPI did not move outside a narrow range around what was thought to be constant purchasing power. If CPI inflation went above this range, the repo rate should be raised to counter this tendency; in the opposite case, of course, the bank should lower it. At the ruling repo rate, bank reserves were in highly elastic supply.

The consumer price level was indeed successfully controlled in this manner. But the volume of bank credit issued on mortgages expanded at a great rate fueling a great boom in both commercial and residential real estate. This was a development that Wicksell or Mises or Hayek would not have anticipated. In their day, it was taken for granted that bank credit was always of short term and created against "real bills" which would be "self-liquidating." If too much credit was flowing into the market, rising consumer prices would quickly signal the central bank that policy had to be tightened. In the early years of the present century, the credit was being created against long-term mortgages that may take up to 30 years rather than 90 days to self-liquidate.

The great expansion of credit in the long end of the market had virtually no effect on consumer goods prices. The feedback that the Fed was relying on kept signaling "steady as you go." There were a couple of reasons for this. Competition from Chinese imports kept the prices of American produced goods in check. In addition, the financial boom raised incomes mostly among people in the financial industry whose consumption demand was not much exercised on the goods of the standard CPI basket.

One instrument for two goals

Here is an exam question for central bankers: Does the bank rate control the price level or the real "price" of credit? The correct answer, of course, is that under present arrangements, *we don't know* - or, rather, we don't know how much of each. In the run-up to the recent crisis, central banks thought they were controlling the price level, but they were also keeping the real interest rate too low and ended up funding a huge credit boom. The problem is obvious: one instrument for two goals.

What do we do about it? The DSGE models, which had become increasingly influential in central banks over the 10 or 15 years leading up to the crisis, did not alert policymakers to the problem. In intertemporal GE models markets will establish the right price and volume of credit. But, that solution hinges on the transversality condition which postulates that all debts will be paid on the day before Judgment Day. It is a piece of mathematics with no empirical counterpart whatsoever.

Alan Greenspan belatedly recognized the problem. His recommendation was to reserve the bank rate (the repo rate) for interest targeting to stabilize the price level. To prevent bubbles from developing he would use regulation. It is not clear what he would have the central bank do in the case of a collapse of credit. Deregulate perhaps?

Milton Friedman would never have put faith in transversality, I am sure. He would have insisted on holding the growth rate of M2 constant. An incipient credit bubble would come to strain against this nominal anchor and this would cause *real* rates of interest to rise. This might not take all the air out of a bubble but it would surely prevent it from getting very big.

The striking thing about the one instrument for two goals issue is that we should have known better. We used to know better. Jan Tinbergen, sixty years ago, taught us that the number of instruments had to be at least as large as the number of goals. John Gurley and Edward Shaw (1960) insisted that a central bank needed two instruments to control money and credit. They thought that the two could be either two nominal quantities, or one quantity and one interest rate, or two interest rates. But they were corrected by Don Patinkin (1961) on that last score - just two interest rates will not provide inflation control. It seems our profession forgot all this. Another thing to be modest about.

In my view, the complete endogeneity of the monetary base associated with inflation targeting has failed us. Probably the best way to handle the two goals-one instrument problem is to move back toward control of a nominal quantity.¹³⁷ We no longer have the trust in the stability of money demand functions that the monetarists once had. Nonetheless, the feedback effect on the real interest rate that I just described would help curbing bubbles.

¹³⁷ Otmar Issing, while still with the Bundesbank, kept insisting that central banks had to monitor and control at least one monetary aggregate. But the instability of various velocity measures that had arisen in the 1990s, caused the ECB - and economists in general - to ignore his advice.

In the United States, I would have the Fed retake control of the monetary base. I would tie demand liabilities of all sorts that is, not just bank deposits but also deposits with money market funds, to the monetary base by reserve requirements. To implement this recommendation, starting from the situation as it is today, would not be a trivial task. The tripling of the Fed's balance sheet has left us with an enormously inflated monetary base - and that is not a magnitude that we would want to stabilize at this time. Moving back toward quantity control would moreover dictate a complete change in the way that the repo market for federal funds has operated in recent years. So we must first find a way out of our present troubles before these suggestions can be seriously considered.

The unstable web of contracts

On any given day, the functioning of a market economy is governed by an intricate web of contracts and less formal promises and understandings. Errors occur. Some promises are broken. For the system as a whole to work reliably, it must isolate these cases and deal with them in more or less short order. But in some circumstances, one default will trigger another. Under normal conditions, such chains of default will be short.

But financial systems can become fragile. When this is the case, one default can trigger an avalanche of defaults. Most avalanches are small and self-limiting. But in extreme cases they can take down very large portions of the web of contracts. A major collapse of the web will be associated with a breakdown in the economic organization of a country and widespread unemployment of labor and other resources. But it is more serious than that. A default avalanche leaves a myriad of broken promises in its wake. Social relations are disrupted by distrust and recriminations all around. Effective political action becomes almost impossible. Extremist movements on the right and on the left threaten the stability of the political order. It is of the utmost importance, therefore, that a great collapse of the web be stopped - somehow.

But halting a collapse brings intractable political problems as well. A financial crash reveals a large, collective miscalculation of economic values. The incidence of the losses resulting from such miscalculations has to be worked out before the economy can begin to function normally again. Because the process of a crash is unstable, it cannot be left for the markets and bankruptcy courts to work out the eventual incidence. If we had done so this time, it would simply have led us into another Great Depression.

This means political choices have to be made to determine who bears the losses from this collective miscalculation. Obviously, such choices are terribly difficult. Yet, temporizing can prolong the period of subnormal economic performance indefinitely - as the history of Japan over the last 20 years illustrates.

But the questions that demand an answer are of the utmost political difficulty: Who must be paid? Who does not get paid? Who must (in effect) pay for someone else's debt? Who gets away without paying?

Once the issues are spelled out the impossibility of a broad political consensus becomes clear. The distribution of the losses will strike a great many people as "without rhyme or reason." The room for effective political action in a democracy is obviously very tightly circumscribed.

In practice, governments are apt to rely heavily, if not exclusively, on monetary policy. Massive injections of liquidity will postpone explicit distributional measures and may make some avoidable (since postponement of reckoning will enable some debtors to save themselves). Most of all, reliance on monetary policy has the inestimable advantage that its distributive consequences are so little understood by the public at large.

But relying exclusively on monetary policy has some unpalatable consequences. It creates large rewards for the bankers that were instrumental in erecting the unstable structure that eventually crashed. It also runs some risks. It means after all doubling down on the policy that brought you into severe trouble to begin with.

The distributional effects of monetary policy

In the years leading up to the Great Depression of the 1930s, there was a great shift in the distribution of income in the United States. It became more unequal. The big gainers were at the top of the distribution - and they were in banking and finance.

In the years leading up the recent financial crisis, the same type of change in the distribution of income also occurred. The gains are all at the top end and almost all in finance. Is this coincidental? I doubt it.

In interpreting events in these two periods, I have relied on the Austrian theory of business cycles. I argued that the lack of CPI inflation in the upswing, which the Austrian theory would normally predict, had been due to the change in income distribution in favor of income classes whose marginal propensity to spend on the goods in the CPI basket is low. But this leaves the question of how to explain the change in income distribution. The literature on the Austrian theory is extensive and I am far from familiar with much of it. But to my knowledge Hayek and Mises did not pay much attention to income distribution.

A great part of this change in the distribution of income is due, I believe, to the privileges that bankers have come to enjoy under our present monetary arrangements. Three of these privileges are worth discussing at some length.

The bankers' privilege I: A license to print money

Generations of economics students have been taught that "banks create money." However, the context in which the money creation process is usually explained is one in which the volume of high-powered money is fixed and bank reserves, therefore, a scarce resource. In that context, competition between banks ensures that banks and bankers earn no more than a normal return.

This is no longer descriptive of the conditions under which banks operate. Today, total reserves in the banking system vastly exceed the reserves required against deposits. Even when this is not the case, the big conglomerate investment banks face a highly elastic supply of reserves at the repo rate set by the Fed.

This is not quite the same thing as a license to "print money" but - when reserve requirements pose no constraint and the repo rate is significantly below the rate on assets that the banks can acquire - it is the next best thing. With a central bank that is practically committed to not allow the yield curve to be downward sloping, the banks feel safe operating at high leverage, making lots of money and letting their managers take home big slices of the proceeds.

Let me take this argument two steps further. First, suppose we do give private sector banks the privilege to "print" legal tender. The government might charge a fee for the exercise of the privilege - let's say 0.2 percent of whatever the repo rate is today. Would that make a significant difference vis-à-vis present arrangements? I do not think so.

Secondly, then, why reserve the privilege for banks? Why don't we let ordinary citizens borrow in the repo market at the same rate as banks (against good collateral, of course)? The transactions cost of having the central bank engage in this kind of retail lending would be considerable, of course. But they might not be higher than some other government programs, such as agricultural subsidies or oil depletion allowances or a few days' worth of war on foreign soil. If subsidizing access to the repo window is found objectionable, the citizen-borrower in the repo market might be charged the transaction cost. He might still consider it profitable to refinance his mortgage in this manner.

Admittedly, the operation would not be without risk since the maturity mismatch is rather extreme and the ordinary citizen would know himself to be "too small to save." But for the time being his housing costs would be very low indeed.¹³⁸

I would not have you take my proposal altogether seriously. But the analytical exercise does, I submit, throw light on our present arrangements. Allowing nonbank agents to compete in this way would obviously do away with abnormal profits in banking and reduce the fortunes of bankers to something more like what the rest of us are accustomed to.

¹³⁸ And American law allows the house owner to walk away from a mortgage debt scot-free.

Bankers' privilege II: The shell game

Monetary economists used to believe that price level stability was a sufficient condition for avoiding distributive effects. This may have been true at some time but it is no longer true.

To see this consider:

- The Fed is supplying the banks with reserves at a near-zero rate. Not much in the way of bank lending to business has resulted, but banks can buy Treasuries that pay 4 percent, later 3 percent, and lately a bit less than that.
- This hefty subsidy to the banking system is ultimately borne by taxpayers. One should note that neither the subsidy, nor the tax liability has been voted by Congress.
- The Fed policy drives down the interest rates paid to savers to some small fraction of 1 percent. At the same time, banks leverage their capital by a factor of 15 or so, thus earning a truly outstanding return from buying Treasuries with costless Fed money or very nearly costless deposits.

Wall Street bankers are then able once again to claim the bonuses they became used to in the good old days and to which they feel entitled because of the genius required to perform this operation. These bonuses are in effect transfers from taxpayers as well as from the mostly aged savers who cannot find alternative safe placements for their funds in retirement.

The Fed's low-interest policy has turned into a shell game for the ordinary people who are unable to follow how the money flows from losers to gainers:

- The bailouts of the banks during the crisis were clear for all to see and caused widespread outrage; now the public is being told that they are being repaid at no cost to the taxpayer.
- What the public is not being told is that the repayments come to a substantial extent out of revenues paid by taxpayers as rewards for the banks to hold Treasuries.
- Both the political parties supported the bailouts so neither party seems ready to protest the claim that they are being repaid at no cost to taxpayers. Political action to rectify this matter is not to be expected.

Bankers' privilege III: No liability

Not so very long ago, the American investment banks were partnerships. The law that permitted them to incorporate is only about 25 years old. Within a decade of its passage, all the big investment banks had taken advantage of it.

Partnerships operate under unlimited liability and the liability falls on the partners as individuals. Corporations, of course, are limited liability companies and the limited liability does not fall on the private wealth of their executives. The change of legal form had a predictable effect on behavior, but it is safe to say that few economists predicted how dramatic this change was going to be. We have much to be modest about.

At one time bankers were generally perceived as cautious, conservative individuals who would not lend money to anyone who actually needed money. The partners of the old investment banks belonged to this breed. Their own fortunes were at stake. The new corporate investment bankers are of a different breed, jet-setting high-rollers, gambling with other people's money.

The goals of current monetary policy

Present monetary policy achieves two aims. One is to recapitalize the banks and to do so without the government taking an equity stake. The authorities do not want to be charged with "nationalization" or "socialism." So the banks have to be given the funds outright. Economists have agonized a lot lately about the zero lower bound to the interest rate as an obstacle to effective policy in the present circumstances. The agony seems misplaced. As long as the big banks are to be subsidized, why not just pay them to accept reserves from the friendly central bank? Oh, well, come to think of it - U.S. banks are paid interest on reserves nowadays!

The second aim, of course, is to prevent the housing bubble from deflating all the way. In this respect, the policy has had some effect. Homeowners whose houses are not "under water" can often refinance at long-term rates around 4 percent and sometimes even lower.

Forty years ago, the American Savings and Loan industry was ruined by inflation raising the rates they had to pay to retain deposits above the rates earned on previously granted long-term mortgages. If the economy were to return to historically more normal interest rates, we would experience a rerun of this episode. The difference, of course, is that some of the lenders are now considered "too big to fail."

The distributional effects of the policy do not seem to be widely understood by the public. Had the effects been understood, it is difficult to imagine that the policy would have encountered so little opposition. Economists have not done much to inform the public on this issue. Another matter to be modest about.

The policy is not without risks. To the extent that it succeeds in inducing the banks to load up on long-term, low-yield assets, a return to more normal rates will spell another round of banking troubles.

If the United States were to repeat the Japanese experience and suffer many years of slow deflation, a return to higher rates will be long postponed. At present, strong deflationary pressures are kept at bay by equally strong inflationary policies - an uncomfortable kind of equilibrium. If the United States escapes the Japanese syndrome, the Fed will sooner or later have to raise rates to stem inflation or to defend the dollar.

Central bank independence?

For the last 20 or 30 years, political independence of central banks has been a popular idea among academic economists and, of course, heartily endorsed by central bankers. Such independence has not been much in evidence in the recent crisis. But the central banks would very much like to restore their independence.

The independence doctrine, however, is predicated on the distributional neutrality of central bank policies. Once it is realized that monetary policy can have all sorts of distributional effects, the independence doctrine becomes impossible to defend in a democratic society. It is not clear that the economics profession has drawn this conclusion yet.

References

- Baldwin, C Y and K B Clark (2000), *The Power of Modularity: Design and Rule*, Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Fisher, I (1933), "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*, 1 (4): 337-57.
- Gurley, J and E S Shaw (1960), *Money in a Theory of Finance*, Washington: Brookings Institution.
- Patinkin, D (1961), "Financial Intermediaries and the Logical Structure of Monetary Theory", *American Economic Review*, 51 (March): 95-116.
- Woodford, M (2003), *Interest and Prices*, Princeton, N.J.: Princeton University Press.

12 Crisis management and the interplay between monetary authorities in Norway over two centuries



Øyvind Eitrheim and Lars Fredrik Øksendal

Øyvind Eitrheim is a Director at General Staff, Norges Bank. He served as Director of the Research Department at Norges Bank 2001-2009 and is currently coordinating projects related to Norges Bank's Bicentenary Project 1816-2016. Selected publications include: *The Econometrics of Macroeconomic Modeling* (with G. Bårdsen, E. S. Jansen and R. Nymoen) (2005), *Twenty Years of Inflation Targeting. Lessons Learned and Future Prospects* (co-edited with D. Cobham, S. Gerlach and J. F. Qvigstad) (2010). He is a co-editor of *Central Banks at a Crossroads: What Can We Learn from History?* (with M. D. Bordo, M. Flandreau and J. F. Qvigstad) (2016) and *A Monetary History of Norway 1816-2016* (with J. T. Klovland and L. F. Øksendal) (2016).

Lars Fredrik Øksendal holds a doctorate in economic history from the Norwegian School of Economics. He has published extensively on financial and monetary history and is a co-editor of *The Gold Standard Peripheries. Monetary Policy, Adjustment and Flexibility in a Global Setting* (with Anders Ögren) (2012) and a co-author of *A Monetary History of Norway 1816-2016* (with Ø. Eitrheim and J. T. Klovland) (2016). Øksendal is currently involved in writing a study of Norwegian wage formation and the role played by the technical assessment committee.¹³⁹

Today the management of a financial crisis is broadly recognised as a shared responsibility between the monetary authorities, notably the central bank and the Ministry of Finance. In short, during a period of financial distress the central bank provides the necessary liquidity to the banking system and serves as a lender of last resort, whereas the Ministry of Finance provides extra capital to the banking system should this be necessary. This division of labour has been unchanged since the systemic banking crisis in Norway of 1988-93. But in a historical perspective these responsibilities have been less clear cut and have varied over time.

This paper describes how the interplay between monetary authorities regarding financial crisis management has developed in Norway during the course of the past two centuries. Norges Bank's predominant focus on restoring currency convertibility during the first half of the 19th century greatly constrained her in the handling of financial distress. The Ministry of Finance stepped in as lender of last resort in this period. Norges Bank gradually took on greater responsibilities in the handling of periods with financial distress during the second half of the 19th century. In pursuing this endeavour Norges Bank would typically be acting in tandem with the Ministry of Finance, and with a clear focus on preserving a well-functioning payment system. In this period Norges Bank also gradually developed from being the dominant bank and credit provider in the Norwegian banking system to become only one among many other banks.

The banking system expanded rapidly during the second half of the 19th century and Norges Bank went through a period of specialization. Her role as credit provider to the general public was greatly diminished as this was overtaken by other banks, but her role as provider of liquidity in times of crises increased. By the eve of the Great War in 1914 Norges Bank had become the centre of the banking system, a central bank, which predominantly acted as a bank for the other banks, a bankers' bank.

¹³⁹ This is a shortened version of our paper presented at the *Arne Ryde Symposium: Macro policy in crisis*, held at the University of Lund, 3-4, October 2014. We are grateful for comments from Arne Jon Isachsen, Jan F. Qvigstad and participants at the symposium. The views expressed are the authors' and do not reflect those of Norges Bank.

This gradual evolution in financial crisis management was also crucial for the 19th century transformation of Norges Bank from a bank of issue to a central bank. Each of the financial crises observed during the 19th century confronted the monetary authorities with challenges which had to be handled in real-time. Our approach in this paper has been to use these crises as observation posts and record the experiences and learning which took place. On the basis of these experiences we find as a clear pattern that Norges Bank gradually took on more responsibility for financial stability, acting in tandem with the Ministry of Finance and with the objective to relieve financial distress and preserve a well-functioning payments system. The handling of the 1899 crisis, following the burst of the real estate market in Norway's capital Kristiania, stands out among the crises of the 19th century. This is the first example where Norges Bank assumed systemic responsibility and acted as a lender of last resort to other banks. Put in modern central bank parlance Norges Bank had by the eve of the Great War in 1914 graduated to a central bank with a mandate for *both* monetary *and* financial stability.

Development, however, rarely ends with graduation. The handling of the banking crises and in particular the deflationary policies of the 1920s, tarnished the reputation of the central bank. The interplay between the legacies of the inter-war years and newfound economic beliefs implied that Norges Bank came to play a much less prominent role in the decades after 1945. In this new post-war, world monetary policy was to be directed from the Ministry of Finance and the private banking industry became subject to financial repression. Compared to the situation before 1914, where she clearly answered to a classical description of a central bank, Norges Bank entered into what can be described a prolonged period of detention where the role of the central bank became severely curtailed and subordinated the Ministry of Finance. The years in the shadows ended only in 1986. A currency crisis completed a decade of opportunistic devaluations and the responsibility for maintaining the government's renewed commitment to fixed exchange rates was delegated to Norges Bank. For the first time in more than 40 years, the key policy interest rate was again set by the central bank. Following the collapse of the European Exchange Rate Mechanism (ERM) in 1992 a managed float regime was introduced, and from 1999 onwards Norges Bank adopted *de facto* inflation targeting.

In the same manner as crisis management was pivotal for the formation of 19th century central banking in Norway, crises came to have profound influence on the role of central banking in Norway after 1914. In this study, analysing the interplay between the monetary authorities over the past two centuries of crises and crisis management will be our points of observations.

This does not entail that we believe crises are the only source of change, far from it. But we believe crises are useful for analysing development over time because the odds are raised and tensions between policy objectives and authorities become more pronounced. Change already under way becomes manifest and the aftermath often leads to rethinking old truths.

A sketch of 19th century development¹⁴⁰

Norges Bank was chartered as the first Norwegian bank in 1816 and entrusted with what became a note issuing monopoly. She was privately owned, but all governing bodies were appointed by parliament, reflecting her particular position as a private enterprise undertaking public functions.¹⁴¹

Norges Bank had from the onset two initial functions, to serve as a credit provider in the domestic market and to make available a stable currency for the new country. Both functions were of utmost importance. Under Danish rule, Norway had lacked institutional credit providers and had to rely on network credit, merchant ledger credit and foreign banking houses. Moreover, the period after 1807, when Denmark-Norway had been drawn into the gambit of the warring European greater powers, had been one of inflation paying havoc with the value of the currency. As such Norges Bank belonged to a wave of banks of issue set up in Europe in the aftermath of the Napoleonic wars in order to get the monetary system back on a sound footing.¹⁴²

Norges Bank in 1816 was *not* a central bank, but a bank of issue. Compared to present central bank policy objectives she was entrusted with a monetary stability mandate, but lacked the same for financial stability. The monetary stability mandate derived from her legal obligation to honour notes in specie on demand, an objective that was not fully achieved until 1842. In a sense this can also be seen as the private obligation of any debtor to settle in accordance with the terms of the contract, confer with the position of notes as circulating non-interest rate bearing debts redeemable at sight. In the execution of monetary policy during the course of the century, Norges Bank gained more discretion reflecting enhanced credibility, experience and a changed appreciation of her role in the monetary system.¹⁴³ Note, however, that changes in policy execution are not the same as changes in ultimate policy objectives.

Financial stability in the 19th century context implied foremost a responsibility for the well-functioning of the payments system. To the degree that Norges Bank acknowledged such a responsibility in her earliest years, this was in the narrowest sense possible. Through the commitment to honour notes in specie, Norges Bank had a

¹⁴⁰ As a sketch of 19th century monetary developments in Norway this section is deliberately made rather short, and it leaves out many institutional details. For a more detailed exposition we refer the readers to chapters 2-6 in Eitheim, Klovland and Øksendal (2016).

¹⁴¹ Lie, Kobberød, Thomassen and Rongved (2016). See also Mestad (2010).

¹⁴² Bank of Finland (1811), De Nederlandsche Bank (1814) and Oesterreichische Nationalbank (1816) are notable examples, the latter one, founded on June 1, 1816, is only 13 days older than Norges Bank, which was founded on June 14, 1816, the day when five acts on Norges Bank and the Norwegian monetary system were sanctioned in Stockholm by King Karl 2 (in Sweden King Carl XIII). Two years later, in 1818, Nationalbanken was established in Denmark.

¹⁴³ Øksendal (2012).

responsibility for the soundness of money, but not for how well money performed: In sense, a qualitative rather than quantitative objective.

In the course of the long 19th century, Norges Bank responsibility for the well-functioning of the payments system came to be substantially broadened. This deepening and changing conceptual understanding of what we today will call the financial stability mandate is the key to understand the 19th century transforming of Norges Bank from a bank of issue into a central bank.¹⁴⁴

This gradual change can be interpreted in light of the development of the division of labour between the monetary authorities. In practise, the monetary authorities collectively have always maintained a mandate for financial stability (i.e. a well-functioning payments system). In 1818, the Norwegian parliament sanctioned a government loan. The standing of the new nation in international markets was however weak and it proved impossible for the government to raise a foreign loan until 1820. Instead government bonds were issued in 1819 in an attempt to help relieve the scarcity of credit in the domestic market. Private agents in distress could borrow government bonds against collateral, taking advance of their better marketability. This arrangement provided some relief but was less of a success than intended.¹⁴⁵ From 1820 onwards the Norwegian state was able to raise loans in international markets, initially at a high premium, but it did not take longer than until around 1825 before the premium had declined to a level on par with what Denmark had to pay for foreign funding. Up to the middle of century, the concerns for financial stability was solely the responsibility of the Ministry of Finance, which was the only institution capable of raising a substantial amount of capital abroad on short notice in order to supply liquidity in times of crises. This was seen in 1828 and again in 1848. In the course of the latter crisis, Norges Bank, all but stopped lending to protect her silver reserves. A parliamentary committee later criticized Norges Bank for some of her actions in 1848.

Subsequently the crisis management function was gradually taken over by Norges Bank. The by far most severe crisis of the middle of the century, the crisis of 1857, was jointly handled by the Ministry of Finance and Norges Bank. When the banking houses of Hamburg declined to accept drafts issued by Norges Bank, she resolutely shipped a sizeable part of her silver reserves to Hamburg in order to honour her own papers and diminish the impact of that liquidity crisis in the domestic Norwegian market. Moreover, Norges Bank domestic discounting reached a peak as well in December of that year. To provide ease for the domestic market, the Ministry of Finance raised a foreign crisis loan that was distributed to the local government discounting commissions. Later the Ministry of Finance continued to provide crucial

¹⁴⁴ For an overview of central banks' financial stability mandate in a historical perspective see Toniolo and White (2016).

¹⁴⁵ The effective rate of interest on the 1819-bonds carried substantial costs due to the low silver value of the Norwegian *speciedaler* at the time. The effective rate of interest has been estimated to be 26 2/3 per cent, cf. Kristiansen (1931).

assistance, but now in a more indirect manner and not by providing liquidity relief herself. In time of crisis, for example during the Christiania crisis of 1899, the modus operandi of the Ministry of Finance was to bolster the crisis managing capabilities of Norges Bank, for example through making foreign exchange deposits which strengthen the bank's capacity to issue notes (and thereby extend loans).

In the second half of the 19th century Norges Bank became a lender of last resort. Today we associate this mother doctrine of crisis management with liquidity support for banks in distress, or even solidity support, confer the so-called Goodhart view¹⁴⁶. However, the doctrine was valid even without banks and did not even presuppose banks. In Lombard Street, Bagehot wrote about discounting through a frosted glass window where the identity of the borrowers was of no consequence as long as the collateral was good. The critical point was to avoid major disruptions in the payments system and in the economy, which might and *might not* involve banks. It was in this tradition Norges Bank functioned as a lender of last resort until 1899, lending directly to the public.

The earlier crises of the 19th century discussed here (1828, 1848, and 1857) were international financial crises which caught up with a small open economy like the Norwegian. The Christiania crisis of 1899 represented something fundamentally new. As the term indicates, the crisis was homespun. Moreover, it took place in an economy where private banking played a pivotal role, reflecting substantial advances since the 1850s. The nucleus of the crisis was a property boom in the capital Christiania which increased its population by 50 per cent to 250 000 inhabitants in the course of the 1890s. The boom spread from real estate and related industries to banking. In the course of 1897-99, six new banks were established, all heavily exposed to real estate. In the summer of 1899, one of the major entrants had to ask for relief following the failure of their main client. Others soon followed. At the critical point, Norges Bank stepped in and provided rediscounting facilities for the banking sector, seemingly averting a financial meltdown.

In Norwegian literature 1899 has been pinpointed as the decisive turning point where Norges Bank in response to the real estate burst for the first time assumed the role of lender of last resort and undertook a systematic responsibility for the financial sector.¹⁴⁷ In our reading, there is vastly more to the 1899 story than heralded by conventional folklore. First, Norges Bank had *de facto* functioned as lender of last resort since 1857. The novelty was not the instrument, but that such assistance was given to banks, reflecting the pivotal role banks played in the late 19th century society. Second, the motive was not to help the banks, but hinder a disruption of the payments system. In fact, the crisis management of Norges Bank rather swiftly turned from liquidity support to the orderly liquidation of troubled banks. No banks were actually saved by Norges Bank. Third, the lender of last resort response in 1899

¹⁴⁶ Goodhart (1988).

¹⁴⁷ Sejersted (1968), Hodne and Grytten (2000).

should be understood in relation to the perceived threat to the payments system, which was believed to be of a substantial order of magnitude. This was not the starting point for a newfound responsibility for the banking system. In the years to come, when the threat to the system was seen as minor, Norges Bank chose not to come to the aid of solvent banks in liquidity troubles. She was not in the business of saving banks.

From graduation to detention and back again

In 1914 at the eve of the Great War, Norges Bank had graduated as a central bank. Not as a result of one bold action creating a clear cut *before* and *after*, but through incremental changes over a century, often brought about by crisis management or post-crisis reflections. Nor did graduation imply that all issues had been settled or all concepts clarified. With the maturing of financial markets banks came to play a much more central role in the payments system. Crisis management 1899 style had demonstrated that Norges Bank in *some* situations rendered assistance to banks in trouble. Banks, however, could not count on that more generally; orderly resolution would be another option. Moreover, a division of labour in handling financial crisis was seemingly established. Norges Bank had the overall de facto responsibility for crisis management. The Ministry of Finance had no direct role, but was seen to have a responsibility to bolster the capabilities of Norges Bank when called upon to do so.

In the course of a lifespan, graduation is normally not the end. The process of learning will continue. The path taken after graduation is not predestined. Events tend to interfere even with the best of plans. Sometimes what you thought you knew proves insufficient against hitherto unknown challenges, and undesired outcomes may harm your reputation to such an extent that you will have to return to school for a period of detention.

The above allegory summarises the experience of Norges Bank from the early 1920s to the return of central banking in the mid-1980s. For Norges Bank most of the interwar period, at least from 1920 to 1933, represented a continuous set of challenges that came to test her role in the economy. Although Norges Bank somewhat managed to manoeuvre through the uncharted waters of that debacle, the manner in which she strived for a return to monetary stability, eventually led to a substantial loss of reputation. That loss, in combination with the new insights derived from Keynesian economics and the key roles of central planning and regulation which were implemented by the government after 1945, sealed the future for the bank for four decades.

Interwar banking crisis

In the banking crisis which unfolded in the 1920s *debt deflation* is the nucleus. During the Great War, banking had expanded strongly spurred on by the substantial war dividend for neutral Norway which, in combination with lax monetary policies, resulted in a return of the speculative atmosphere of the late 1890s. In essence, too much money in search of a return led to increased risk taking and a credit fuelled boom. From 1913 to 1920 commercial bank lending increased by more than 450 per cent while the number of commercial banks increased by two thirds. A large number of the newcomers and also a significant number of the incumbent banks would subsequently tumble.

Peace ended Norway's war dividend. A short post-WWI boom ended abruptly as a world economy geared for the demands of war had to adjust. The outcome was falling prices. In case of Norway prices peaked in October 1920.¹⁴⁸ In one year prices were down 18 per cent, in two years by 33 per cent. The downward trend continued until 1933, but with periods of temporary recovery (1924-25). Norway was particularly hard hit by the post-WWI depression with an 11 per cent reduction in real GDP per capita, 1920-21, the worst output loss ever recorded for the country.

For the banking sector the impact was devastating. Deflation increased the real value of debts and made debt servicing harder. At the same time the nominal value of any collateral plummeted. Bank losses became widespread. What started with isolated banks in the high north in 1920, spread to provincial banks in 1921, peaked in 1922-23 with banks both in the capital and in the major cities fighting for survival. Contrary to 1899, this time some of the biggest banks in the country were hit, banks which we today will label as of systemic importance. Moreover, this time Norway was facing a countrywide crisis which threatened the very fundament of the banking system.

Although there were signs of bank runs, the banking crisis was foremost a solidity crisis. Liquidity challenges obviously arose when debtors were behind on amortisation and interest payments, or claims were frozen in bankruptcy proceedings, but these were expressions of the fundamental problem, that banks were suffering substantial losses. Although the turn to deflation served as a trigger, the underlying problem was created by reckless expansion and risk taking under the booming war years. Debt deflation will always be challenging, but its ability to cause systemic mayhem will depend on the strength and character of the preceding expansion.

The prolonged banking crisis had a likening to the dynamics of an avalanche. There were again no single Gordian knot that could be broken by a bold move, i.e. a lender of last resort liquidity infusion, but a series of challenges which grew bigger

¹⁴⁸ A monthly wholesale price index is available in Norges Bank's database on Historical Monetary Statistics (HMS), see Klovland (2013). This peak was not surpassed until the Korea-boom in 1951.

and bigger. Crisis management therefore tended to become ad-hoc responses, often insufficient, or taken over by subsequent events, as the crisis unfolded. A number of new instruments – for good and bad – were tested.

The magnitude of crises is seldom known *ex ante*. The first banks in trouble in 1920 might have been isolated instances and was at least in the beginning seen as such. The first bank to succumb, a commercial bank in the high north, had been very exposed to trade with Russia and was heavily involved in rouble speculations. Norges Bank intervened with a guarantee for the depositors, motivated by the regions proximity to Russia, and contributed to an orderly liquidation. Later the same year a regional commercial bank on the northwest coast found itself in distress. Here Norges Bank led a group of creditors who put up preference capital for the bank. This rescue operation was the first in a number of cases where relief for troubled banks was put up by a consortium of other commercial banks in cooperation with and often under the leadership of Norges Bank.¹⁴⁹ More often than not, relief equated new preference capital or other forms of equity.

An important shift in crisis management came in 1922-23 when some of the biggest banks (number 1, 2 and 4) in the country experienced massive losses at the same time as a number of major provincial banks started to succumb. A model for crisis management based on substantial self-relief from the banking community was no longer viable; increasingly Norges Bank and the government had to shoulder the burden. Earlier the government had provided some liquidity relief through Ministry of Finance deposits, now it became the key source of new equity with substantial contributions to the recapitalisation of the two biggest banks in the country.

By 1922 the crisis had turned systemic. Liberal rediscounting and new equity provisions were not sufficient to stem the tide. Increasingly reconstructed banks – including the two biggest banks in the country – found themselves in troubles. The traditional tool-box of the monetary authorities – organising intra-bank support, rediscounting and even equity support – was being emptied. Increasingly the Ministry of Finance and Norges Bank saw their own position at risk as the demand for relief continued to mount. In March 1923, a new instrument emerged through the enactment of the law on banks under public administration. Banks seeking protection under the law gained some breathing space. Debts were frozen and new deposits were guaranteed before older. The law provided for a more orderly liquidation and reduced the risk of fire sales. In theory a bank under administration could reconstruct and join the ranks of free banks, but very few did. The law was primarily a liquidation mechanism although liquidations could take more than a decade.

The law provided for some order at a time when the crisis managing capabilities of the monetary authorities were almost exhausted. However, the provision that new deposits had priority before any other debts soon proved to have an adverse impact as

¹⁴⁹ Knutsen (2007, pp. 172-73).

this drained otherwise healthy banks of deposits, thus serving as a source of crisis contagion.

All in all 131 banks had to cease payments in the years after 1920. A few of them merged with other banks or were reconstructed. Many went plain bankrupt, but most were liquidated after having been put under public administration for longer or shorter periods.¹⁵⁰ Total losses in commercial banks mounted to 1.2 billion kroner – equal to staggering 31 per cent of all lending in 1920.¹⁵¹

The most intense phase of the banking crisis was over by 1925 although losses continued. However, the situation for a couple of the biggest banks was still very fragile. In this situation we find one of the strangest examples of central bank supported relief in the entire inter-war period. Under these circumstances Norges Bank ventured into a rather peculiar support policy when it rendered a major credit line to a group of investors (*Securitas*) who for a couple of years intervened in the stock market in order to avoid a fall in the value of the shares of three remaining major commercial banks. Although the risk was carried by the investors, Norges Bank provided the funds on the ground that deteriorating share values would weaken the public trust in the bank and trigger banking runs. At the peak in January 1928 around 7 per cent of Norges Bank's lending went to this consortium.¹⁵²

Crisis management 1920s style was a race against an incoming tidal wave. One barrier after another was broken. This reflects the origin of the crisis – immense expansion and risk taking under the war and the subsequent years of intense deflationary pressure. Crisis management – at least in retrospect – seems blurred. Although Norges Bank played the leading role, the division of labour was not clear cut. Intra-bank support worked well as long as the crisis was contained, but in the end became a source of increased systemic risk. One of the leading banks to succumb had 21 per cent of all her losses on loans to other banks.¹⁵³ No division between who had responsibility for liquidity and solidity support were established. The government and Norges Bank did both although the latter became increasingly reluctant to put up equity when the major banks came in trouble.

The banking troubles of the 1920s resurfaced in the autumn of 1931. Two of the three biggest remaining commercial banks, both exposed to export industries that were struggling under the ongoing global depression, reported losses constituting a substantial inroad in their equity. Both recapitalisation and liquidity support were needed. De facto the government abdicated, leaving the crisis management to Norges Bank alone. A three month moratorium was granted and private interests put up the necessary equity. Only with the latter provision fulfilled did Norges Bank render liquidity support conditioned on very close monitoring of the banks, a special

¹⁵⁰ Knutsen, Sverre (2007, p. 167).

¹⁵¹ Knutsen, Sverre (2007, p. 235).

¹⁵² Thomassen (2012).

¹⁵³ Knutsen (2007, p. 231).

supervising regime which was in force until the end of the decade.¹⁵⁴ This is the only example of a financial crisis in Norway where one part of the monetary authorities, the Ministry of Finance, has opted out of taking on a crisis managing role.

The 1920s also saw new crisis management instruments. The most important provided for bank liquidation under public administration. Although its execution, particularly with regard to priority for deposits, might have been flawed, an instrument had been created that avoided straight forward bankruptcy proceedings. Widespread bankruptcies would have put more flammables on the fire and made it harder to limit losses. The loans to investor to maintain market confidence in Norwegian banks must also but seen as a new, but not necessarily very adequate, crisis management instrument. Later, in 1928, Norges Bank would also try to establish a new crisis resolving mechanism by setting up a deposit central which should take deposits from the banking sector, including Norges Bank, and allocate loans to troubled but sound banks. The deposits should be guaranteed by the government. When that guarantee was not forthcoming, the plan failed. The Norwegian historian Jan Thomas Kobberrød argues that the attempted deposit central was an attempt by Norges Bank to overcome legal obstacles against rendering as much liquidity support as the bank deemed sufficient.¹⁵⁵

One important consequence of the banking crisis was a new regulatory framework. Earlier commercial banking had not been regulated beyond what followed from the ordinary legal framework for incorporation and limited liability (which was not in place until 1910). In practise the role of financial regulatory authority had been assumed on an ad hoc basis by Norges Bank in connection with the pending crisis, but with no legal provision and no mandate beyond her key position in the financial market. This was to improve. From 1924 also commercial banking became subject to industry specific legislation that increased the barriers for entry and ensured more accountability. Moreover, now also commercial banking came under the supervision of the banking inspectorate which had monitored the savings banks since the turn of the century.¹⁵⁶

Hitherto we have deliberately avoided writing about monetary policy. In the period 1914-20 the money stock (M2) had increased fourfold and the purchasing power of the currency went down by two thirds. For long the foreign exchange rate had remained strong, but took a beating after the end of hostilities in 1918 as imports skyrocketed in response to pent-up demand being let loose. By 1920, the exchange rate was down by 50 per cent compared to 1914, i.e., the price of gold had doubled. In this situation the monetary authorities decided that the long-term monetary policy objective was to return to the gold standard at pre-war parity (the resumption policy). Achieving this objective necessitated a tightening of credit and a deflationary stand.

¹⁵⁴ Lie et al. (2016).

¹⁵⁵ Lie et al. (2016).

¹⁵⁶ Knutsen og Ecklund (2000).

There are strong claims about causal links between monetary policy and the banking crisis. In its most extreme form resumption policy has been claimed to be the main cause of the banking crisis. For a number of reasons we believe this view – both in the milder and more extreme form – is wrong. First, although a return to pre-war parity had been promised, Norges Bank did not tighten credit until the end of 1924. During the height of the banking crisis 1922-23 domestic central bank credit was extended to unprecedented levels. Traditional accounts have here been misled by taking statements rather than actions as the basis of analyses. Second, Sverre Knutsen has in a most impressive way backdated the bank sector losses to the year they actually occurred rather than when they were declared. He finds that the bulk of losses took place before Norges Bank tightened credit conditions.¹⁵⁷ Third, the real triggering culprit was the international fall in prices which effectively eroded the value of collateral, increased the real term debts servicing costs and weakened profitability. Although Norges Bank did little to stem the excessive lending boom of the war years, she did not puncture the bubble.

In the years after 1920, Norges Bank confronted a traditional central bank dilemma, the potential for conflict between monetary and financial stability. Her desired objective, a return to pre-war parity, would, had it been attempted in the short-run, demanded policies that utterly would have reduced her crisis managing capabilities. In practise, achieving the monetary policy objective was postponed in order to make room for providing relief for the banking sector. Postponed, is not the same as forgotten. The impact on the future prospect of resuming specie payments probably influenced Norges Bank crisis management, particularly as the crisis turned systemic. The deeper the commitment to troubled banks became the further into the future achieving pre-war parity was put. Establishing a legal mechanism for orderly bank liquidations is as a way of protecting the position of Norges Bank and safeguard future manoeuvrability. However, the worst of the banking troubles were over by the time Norges Bank in earnest ventured onto the path of deflation.

Pre-war parity was reached and specie payments resumed on 1 May 1928. The cost – for the economy and the central bank – was high. Three years of deflationary policies had followed the debacle of the severe output loss 1920-21 and the banking crisis. For most people it felt like a decade of permanent crisis although in reality the origins of the crisis sequences differed. More importantly, Norway lost out of the beginning of the international recovery as a result of self-inflicted policy choices. As a result, the central bank for many came to embody all the ills of the interwar period. For Norges Bank the long-term costs were considerable and harmed the reputation of the bank for decades to come. In the political economy of the post-WW2 period there was no place for an institution that placed sound money above the work and livelihood of people. Norges Bank was put on detention.

¹⁵⁷ Knutsen (2007, p. 232).

Post-war detention

Norges Bank had not mismanaged the banking crisis of the 1920s. Against bad odds she had applied the entire arsenal of available instruments and created some new ones. The force of the repeated onslaughts, however, proved too much. A substantial number of banks, some of them of systemic importance, failed. In the end Norges Bank could not remove the impact of excessive high risk lending, massive losses and overvalued bank assets. Neither was this her objective. Norges Bank's motivation was to support productive industries by maintaining credit channelling as normal as possible.¹⁵⁸ Again, financial stability was not about banks, but about the function they performed in the economy. In this perspective, the objective had not changed much since the middle of the 19th century.

The banking crises of the inter-war period were the last for a period of more than fifty years. In the post-WW2 years the role of Norges Bank became quite different from the one envisaged at the graduation in the years before 1914. Inspired by economics insights derived from Keynes and with keen belief in the prospects of planning the future, the architects of the post-WW2 political economy of Norway saw Norges Bank as a cog in the greater governmental machinery; useful for its technical skills and foreign exchange knowledge but with no independent role to play. Traditional central bank emphasis on sound money was seen as unmusical, the ill-advised resumption strategy of the 1920s repeatedly referred to as the prime example of how unfettered central banks could lead astray.

For forty years Norges Bank practised central banking without monetary policy. Interest rates were made permanently low and ceased to function as a rationing instrument. In place of market mechanisms, credit was allocated according to quantitative rationing. Moreover, a substantial state bank sector was developed which by 1980 represented almost 50 per cent of total bank lending. In these years, the private banking sector saw its freedom severely restrained. For the first their lending was subjected to ceilings, for the period 1955-65 the result of corporative negotiations, from 1965 the result of a steadily more intricate system of reserve requirements that arrested the ability to transform excessive deposits growth into lending. In addition, private banks were required by law to purchase low-yield government bonds which also impaired its marked oriented lending. Norges Bank found herself in the role as manager of a system of financial repression.

Much can be said about the downside of financial repression, but it provided for financial stability. The government de facto removed much of the opportunity banks had to harm themselves by too much lending in upturns. Banking became safe and dull. Within a system of low interest rates and high demand for credit facilities, the banks could pick and choose. Dullness translated into financial calm. No financial

¹⁵⁸ Knutsen (2007, p. 181).

crisis occurred, no banks came in trouble. Arguable financial calm moved banks away from the core of traditional banking, i.e. risk assessment and risk management, leading to vital insights derived from practise being lost.

A highly repressed financial sector in combination of absence of financial crisis led to less reliance on traditional instruments to secure robust banks and financial stability. Bank equity was for much of the period below the legal requirements and when this was addressed, the answer was to lower the requirements. Banking supervision, a direct result of the 1920s crisis, over time deteriorated with less monitoring and a dramatic drop in on-site inspections.

When the banking industry was deregulated in the 1980s, the combination of too little risk assessment, weak equity and substandard monitoring were all ingredients that helped produce the banking crisis of 1988-93.

The crisis of 1988-93 and the return of central banking

By the late 1970s, the system of financial repression had run its course. The combination of low-interest rates and credit regulation gave suboptimal resource allocation and welfare losses. Moreover, the system gave rise to grey markets and increasingly to evasion from the market participants. The need for change was acknowledged by broad groups. However, to find a coherent way of moving forward proved difficult. Thus, deregulation was carried out in piecemeal fashion, and, at least with the benefit of hindsight, in an order of sequence which increased the systemic risk in the financial system.

The Gordian knot for reform that was *not* cut was pricing. The low interest rate imperative of the post-WW2 political economy had entered the bloodstream of many politicians and could not easily be abandoned. Pricing could not be left to the market or be returned to the central bank as a policy instrument. In addition to still being subject to political considerations, the tax system was highly benign for debt holders. In a highly progressive tax-system, broad middle class groups could see up to two thirds of their interest expenses being carried by reduced taxes. Although nominal interest rates were high, the combination of tax incentives and high inflation implied that for most years between 1975 and 1985 real after tax interest rates were highly negative. Acquiring debts was in fact a very sensible adjustment strategy for middle to high income groups.

Deregulation, thus, began by lifting quantitative regulations with the last ones being removed in 1984 and 1987. At the same time an important regulatory change in 1978 opened up for unlimited bank funding in foreign currency, thus providing a further disconnection between bank deposits and lending. At the same time there were all too little counterbalances in the financial system. Interest rates below the level that cleared the market had created unmet credit demand that hitherto had been

handled through credit rationing. By 1984 deregulation had put banks in a position where they were able to accommodate this demand seemingly effortlessly. Strict capital requirements could have stemmed some of the credit growth. However, before Basel I capital requirements were rather lax and those in place largely ignored. Moreover, financial supervision had become largely dormant with a substantial reduction in the number of on-site inspections. Deregulations without counterbalances were a recipe for disaster.

For three years, 1984-86, private bank lending expanded at a staggering average annual rate of 30.8 per cent (a more than doubling in real terms of bank credit). Bank lending capabilities had been strongly enhanced by short-term foreign funding. In response, property prices and the stock market soared, contributing to a pronounced boom atmosphere. In the end it went rather badly. A substantial fall in oil prices set in in the autumn of 1985 leading to pressure against the currency and in May 1986 Norway devalued with 10 per cent. For some time banks had suffered increasing problems getting their foreign funding rolled over. In order to avoid a spectacular liquidity pinch, Norges Bank had to step in. From December 1985 to May 1986 the domestic lending of Norges Bank increased from 24 to 124 billion kroner. After the devaluation, interest rate decisions returned to Norges Bank from December 1986 and the central bank was mandated to use the instrument in order to protect the renewed fixed exchange rate commitment. Finally, market based interest rates applied also in Norway.

The early problems of the banking sector were primarily one of liquidity. But the massive lending boom had also sowed the seeds of substantial solidity problems that were to come. By the end of the 1970s, deregulation was anticipated. The prospects of deregulation had let loose a particular atmosphere where growth in bank lending became the leading imperative. Freed from the chains of government regulations and with only weak alternative counterbalances, the core ambition was to capture as high a market share as possible. Many banks aimed at becoming countrywide either through mergers or entry in new markets. The number of bank branches skyrocketed with entrants often ending up with the lump of the market.¹⁵⁹ Moreover, leading banks established foreign banking subsidiaries which came to be the source of much sorrow.

The expansionist atmosphere came at the expense of sound banking. For long banks had been able to pick and choose as the number of borrowers at the prevailing interest rate always exceeded its lending opportunity. Risk assessments, although existent, were less critical. Moreover, decades with financial calm implied a lack of real experience with banking competition in a risk environment. With deregulation and the move towards expansion, traditional risk assessment deteriorated even further. Decision making was moved further down in organisations geared for growth and with personal incentives for expansion. One bank even moved the decision making

¹⁵⁹ Lie (1998).

out of the bank and granted a car dealer the right to approve applications for car loans.

It all ended in tears. The fall in petroleum revenues in 1985-86 was the onset of the deepest business cycle through in post-WW2 Norway. In the period 1987-90, GDP per capita measured in fixed prices grew at an average annual rate of only 0.7 per cent. For the first time since the 1930, unemployment returned on a substantial scale. Asset prices took a severe beating. From the peak in 1988 to the trough in 1993, nominal housing prices went down by 30 per cent (43 per cent in real terms). Although the stock market recovered after the international Black Monday phenomenon of 1987, it fell by 50 per cent between July 1990 and September 1992.

The combination of the previous, partly reckless, lending growth and the mounting troubles for the Norwegian economy resulted in massive losses in the banking sector. In 1991-92 Norway faced a systemic bank crisis for the first time since 1922-23. What shortly before had been the four largest (two of which had just recently merged) commercial banks in the country were taken over by the government and their equity written off. A short recapitulation of the monetary authorities' handling of the crisis is in order here. By 1991 it was clear that the banks' second line of defense, their statutory guarantee funds, i.e. the Commercial Banks Guarantee Fund and the Savings Banks Guarantee Fund, had been depleted and was regarded as insufficient to cover the losses which surfaced in 1991. A Government Bank Insurance Fund was established in 1991 to serve as a third line of defense for the crisis ridden banks. In the autumn of 1991 a Government Bank Investment Fund was established as an additional instrument to supply new equity to banks.¹⁶⁰

The banking crisis 1988-93 came to clarify the division of labour between Norges Bank and the Ministry of Finance. In the early days of the banking troubles, before the crisis had turned systemic, Norges Bank provided some equity to a struggling northern regional bank. The support triggered a demarcation note from the Ministry of Finance: Under the regulations governing Norges Bank since 1985, any equity contributions to banks had to be sanctioned by the Parliament, as it was in the end the tax-payers who would carry the risk. Thus, when the crisis became systemic, the responsibility for the provisioning of new equity for banks in need came to rest with the government while Norges Bank continued to supply liquidity as it had done in practise since 1986.

Crises and how they are handled have continued to produce lessons.¹⁶¹ Crisis management 1991-92 is important for a number of reasons. First, the demarcation

¹⁶⁰ For a detailed discussion of the handling of the Norwegian banking crisis 1988-93 we refer the readers to the public report by the Government appointed Commission on the Banking Crisis (Norwegian Official Reports no. 30E, 1992). See also the collection of articles in Moe, Solheim and Vale (2004), and Jonung, Kiander and Vartia (2009), for an overview over the banking crises in the Nordic countries during these years.

¹⁶¹ For a stimulating study of the ability to learn (and not to learn) from policy challenges, see Jonung's study of Sweden 1970-95 (Jonung, 2000).

discussed above. Second, this was the first time banks actually proved too big to fail. In the 1920s banks of systemic importance had been in trouble as well, but in the end only two of them came under public administration and were liquidated. Third, the crisis became a starting point for an invigorated system of bank supervision with stricter emphasis on prudent equity ratios. Fourth, once again the potential for conflict between financial and monetary stability was highlighted. Following the 1986 devaluation Norway had committed to a fixed exchange rate regime. De facto shadowing the D-mark, either as a part of a basket and from 1990 through ECU, made monetary policy highly contractive. With Germany moving to a policy of high interest rates in the aftermath of the German reunification, this was reinforced. Thus, at the peak of the worst banking crisis in generations, monetary policy emerged as highly procyclical. With hindsight monetary policy made recovery harder and contributed to banking losses. Contrary to the 1920s, hard monetary policy was not postponed.

Epilogue: the present

Writing on crisis management and central banking in a very long perspective in the present aftermath of the worst global financial crisis observed since the 1930s, one cannot avoid dwelling on the recent past. What can we learn from two centuries of historical experiences of the managing of financial crises in Norway? The first lesson is that a too strict focus on price stability alone is not enough. All three areas of responsibility of central banks, price stability, financial stability and a well-functioning payment system, are mutually interconnected and of importance for overall monetary stability. The second lesson is that the monetary authorities, notably the central bank and the Ministry of Finance, benefit greatly from successfully coordinating their roles in crisis management to ensure that they act in tandem, and mutually support each other's endeavours. This kind of coordination between the central bank and the Ministry of Finance has a long history in Norway, going back at least to the financial crisis in 1857, in some cases with apparent success but not always so.

During the recent fortunate period of oil and gas induced affluence, Norway passed through the crisis less affected than most countries. However, the global scramble for liquidity of 2008-09 also caught up with Norway. As banks tried to safeguard their position, the interbank market was drying up. In this situation the monetary authorities acted in concert. Norges Bank continued to provide short-term loans, as is customary and natural for a central bank. But in line with the practice in many other countries, the average maturity of the outstanding volume of loans was temporarily increased. Moreover, Norges Bank took the initiative to establish a swap arrangement whereby banks could exchange covered bonds (OMFs in Norwegian terminology) for

treasury bills. These swaps were made on the government's balance sheet and not by the central bank. Because of this arrangement, the central bank did not provide long-term loans to banks on a large scale, in contrast to many other countries where the central bank supplied liberal amounts of long-term liquidity. The purpose of the swap arrangement was to facilitate medium term funding of banks in the repo-market where they could obtain liquidity using credit risk free treasury bills as collateral. This swap arrangement, or *gold card* as described by the then Secretary of the Ministry of Finance, can be seen as a new version of the very first crisis instrument used in Norway back in 1819. Although the instrument at that time proved to be only of limited help, there is a long line and continuity worth mentioning here.

The ability to conduct efficient crisis management rests not only on the credibility of the central bank, but also the government. Together they exercise the function of monetary authorities. Over time the central bank had gradually taken the lead, thereby transforming itself from a bank of issue to a central bank, but the government has never been out of the equation. In times of distress, the government has repeatedly answered the call for help and bolstered the crisis managing capability. No central bank can be stronger than the nation underpinning its credibility.

The gold card episode highlighted this point. The banking crisis 1988-93 had created a demarcation line in the division of labour between Ministry and central bank with equity support coming under the auspice of the former and liquidity support the responsibility of the latter. The gold card instrument was to ease the liquidity position of banks, but nevertheless took place on the books of the Ministry. In essence, a new demarcation line was drawn, if the required funding support was potentially protracted or of a significant magnitude, it was no longer a task for the central bank alone.

The recent experience highlights the perpetual potential for conflict between monetary and financial stability, but in a rather new way. Central banks had, after the successful combat of the Great Inflation of the 1970s and 1980s, and the adoption of inflation targeting in the 1990s and early 2000s, arguably paid too little attention to the other side of the coin. Low inflation, partly a result of structural changes in a global economy which we still do not quite oversee, implied interest rates at levels probably never envisioned by the pioneers of inflation targeting in the early 1990s. Low interest rates fuelled asset prices, financial innovation removed risk, and credit expansion soared. It ended badly. More importantly it ended at the same time as central bankers enjoyed their greatest moment in a century, following the successful return to price stability.

Lessons are drawn as we speak: financial stability and concerns for a well-functioning payment system are back as key central bank objectives on par with price stability, and central banks play a key role in providing macroprudential oversight and

advice.¹⁶² With the recent attention given to macroprudential supervision, the banking sector has also been confronted with a changeable countercyclical capital requirement. Norges Bank is since 2013 responsible for each quarter to draw up a decision basis and provide advice to the Ministry of Finance regarding the size of the banks' countercyclical capital buffer. Central banking is still in a process of constant learning.¹⁶³ The historical examples in this paper illustrate that a central bank takes advantage from being an institution with a long memory, while, at the same time, when confronted with challenges in real-time, she should also be forward-leaning and respond light-footedly.

References

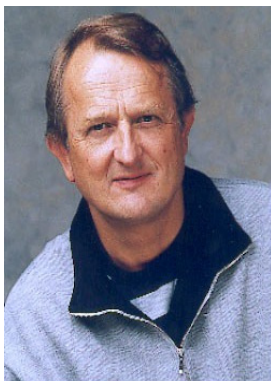
- Berg, S A and Eitrheim Ø (2013), "Lessons from the World Financial Crisis for the Central Bank of Norway: The Approach to Monetary Policy and Financial Stability", chapter 10 in *The Great Recession. Lessons for Central Bankers* edited by Braude, Jacob, Zvi Eckstein, Stanley Fischer and Karnit Flug, MIT Press.
- Bordo, M D, Eitrheim Ø, Flandreau M and Qvigstad J F, (eds), (2016), *Central Banks at a Crossroads: What Can We learn from History?* Cambridge: Cambridge University Press.
- Eitrheim, Ø, Klovland, J T and Øksendal, L F (2016), *A Monetary History of Norway 1816-2016*, Cambridge University Press.
- Goodhart, C A E (1988), *The Evolution of Central Banks*, The MIT Press.
- Hodne, F and Grytten, O H (2000), *Norsk økonomi i det 19. århundre*, Fagbokforlaget.
- Jonung, L (2000), *Looking Ahead through the Rear-view Mirror. Swedish Stabilization Policy as a Learning Process 1975–1995. A Summary*, Ministry of Finance, Stockholm.
- Jonung, L, Kiander, J and Vartia, P, (eds), (2009), *The Great Financial Crisis in Finland and Sweden. The Nordic Experience of Financial Liberalization*, Edward Elgar.
- Klovland, J T (2013), "Contributions to a history of prices in Norway. Monthly price indices, 1777-1920", Norges Bank Working Paper 2013/23.
- Knutsen, S (2007), "Staten og kapitalen i det 20. århundre. Regulering, kriser og endring i det norske finanssystemet 1900-2005", avhandling for Dr. Philos.-graden ved Universitetet i Oslo.

¹⁶² More details regarding the Norwegian experiences and lessons from the financial crisis are discussed in Berg and Eitrheim (2013).

¹⁶³ A broad range of topics regarding the evolution of central banks and central banking over the past two centuries is discussed in a conference volume based on contributions to the conference *Of the Uses of Central Banks: Lessons from History*, arranged in Norges Bank, Oslo, 5-6 June 2014, see Bordo, Eitrheim, Flandreau and Qvigstad (2016).

- Knutsen, S och Ecklund, G J (2000), *Vern mot kriser? Norsk finanstilsyn gjennom 100 år*. Fagbokforlaget.
- Kristiansen, O (1931), *Norges finanser 1814-1830*, Oslo: Cammermeyers boghandel.
- Lie, E (1998), *Den norske Creditbank 1982-1990*, Oslo: Universitetsforlaget.
- Lie, E, Kobberrød J T, Thomassen, E and Rongved, G F (2016), *Norges Bank 1816-2016*, Fagbokforlaget.
- Mestad, O (2010), "Noregs Bank som aksjeselskap i 1816 - selskapsrettsleg forankring av stabilt pengevesen", in Knudsen, G, Woxholth, G and Normann, K (eds), *Selskap, kontrakt, konkurs og rettskilder: festskrift til Mads Henry Andenæs 70 år*. Gyldendal Akademisk.
- Moe, T G, Solheim, J and Vale, B (eds), (2004), *The Norwegian Banking Crisis*, Occasional Papers No. 33, Norges Bank.
- Norwegian Official Reports (1992), *Commission on the Banking Crisis* (Norwegian Official Reports no. 30E 1992).
- Sejersted, F (1968), *Norges Bank under høykonjunkturen på 1840-tallet*, Oslo: Universitetsforlaget.
- Thomassen, E (2012), "Knuten på perlekjedet. Securitas-aksjonen og Norges Bank 1925-1928", Master-thesis, University of Oslo, also published as Norges Bank Staff Memo 2012/26.
- Toniolo, G and White, E N (2016), "The Evolution of the Financial Stability Mandate. From its Origins to the Present Day", in Bordo, M D, Eitrheim, Ø, Flandreau, M and Qvigstad, J F (eds), *Central Banks at a Crossroads: What Can We learn From History?*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Øksendal, L F (2012), "Freedom for Manoeuvre: The Norwegian Gold Standard Experience, 1874-1914", in Ögren, A and Øksendal, L F, (eds), *The Gold Standard Peripheries. Monetary Policy, Adjustment and Flexibility in a Global setting*, Hampshire UK:Palgrave Macmillan.

13 Norges oljefond



Arne Jon Isachsen

Arne Jon Isachsen er professor ved Handelshøyskolen BI i Oslo. Han ledet Centre for Monetary Economics fra starten på slutten av 1990-tallet og frem til sommeren 2015. Han har forsket på penge- og valutapolitiske temaer. I de senere årene har han arbeidet mye med Kina, og også undervist ved Fudan-universitetet i Shanghai.

Oljefondet bør vurdere å gå tungt inn i fast eiendom i andre land. Det vil innebære en god diversifisering, samtidig som vi unngår å bli for stor eier på verdens aksjebørser. En årlig rapport, modellert etter Norges Bank Watch, der en ekstern ekspertgruppe på godt norsk går gjennom forvaltningen av midlene på Oljefondet, kunne ha noe for seg. Nye og velmenende temaer i målfunksjonen for forvaltningen av Oljefondet, presset frem av politikere og interesseorganisasjoner, skal man vokte seg for.

Innledning

Statens pensjonsfond utland (SPU) – eller Oljefondet i dagligdags tale – har vært en suksess. Først og fremst fordi vi har klart å legge til side alle disse pengene i alle disse årene. Og dernest fordi forvaltningen av dem har vært ryddig og god.

Hensikten med dette notatet er å forsøke å se Oljefondet i et bredere perspektiv enn vanlig. En ting er størrelse og avkastning. En annen ting er folkelig forankring og legitimitet.

To konkrete forslag, som rette myndigheter kan se nærmere på, om de vil, legges frem:

- Se til at en ekspertgruppe, som skriver godt og enkelt norsk, produserer en rapport om hvordan forvaltningen av oljemilliardene gjennomføres. Denne jobben står Norges Banks Investment Management (NBIM) for. Malen finnes; Norges Bank Watch som i februar i år la frem sin rapport for femtende året på rad. Representantskapet i Norges Bank, som er Stortingets kontrollorgan for vår sentralbank, kunne være en mulig initiativtaker til en NBIM-Watch.
- Oljefondet bør vurdere å gå tungt inn i fast eiendom. Om vi om et tiår eller to har tyve prosent av verdiene i fondet i fast eiendom i andre land, turde det innebære en god diversifisering, samtidig som vi unngår å bli for stor eier på verdens aksjebørser.

Et riss av et fond

Det er mindre enn tyve år siden de første kronene trillet inn på Oljefondet, eller Statens Petroleumsfond, som det den gangen het. I dag er SPU verdens største Sovereign Wealth Fund (SWF). Oljerike land i Midt-Østen, som lenge har pumpet opp mer olje enn oss, ligger bak oss på lista.

Oljefondet er kun investert i utlandet. Det betyr at når statens inntekter overstiger statens utgifter, saltes pengene ned ute. Dermed unngår vi uønsket etterspørselspress hjemme. Kunnskapen om dette demper incentivet pressgrupper og folk i næringslivet måtte ha for å prøve å få fatt på ”billige” penger fra staten, se boksen under.

I starten ble midlene på Oljefondet investert som valutaeservene til Norges Bank, det vil si i all hovedsak i likvide statsobligasjoner utstedt av andre land. Best slik, tenkte man, her har vi erfaring, og her er risikoen liten. Det passet fint når investeringshorisonten ikke var så lang. Men om pengene først skal brukes mange, mange år senere, er det da rimelig å tro at statsobligasjoner har liten risiko? Nei, ikke

hvis historien har tendens til å gjenta seg. Hvilke historie tenker vi på? Jo, historien som sier at egenkapital, som er mer risikofylt på kort sikt – ved konkurs ryker eiernes penger først – har vist seg å gi langt bedre avkastning på lang sikt.

”Equity premium” som man snakker om i finansfaget, nemlig meravkastningen på aksjer utover avkastningen på obligasjoner, har man beregnet ligger på mellom fire og seks prosent når tidsperspektivet er mange tiår. Risikoen for ikke å få med seg denne meravkastningen tilsier at Oljefondet så absolutt bør eie en god del aksjer utstedt av utenlandske private foretak og ikke bare obligasjoner, eller gjeldspapirer, utstedte av ulike lands regjeringer. Etter et par års tid ble det således bestemt at fondet skulle investere 40 prosent i aksjer og 60 prosent i obligasjoner. Ni år senere, i 2007, ble rollene byttet; 60 prosent i aksjer og 40 prosent i obligasjoner.

Våren 2010 gikk man ett skritt videre. Finansminister Sigbjørn Johnsen besluttet at NBIM skulle starte prosessen med å bygge ned obligasjonsbeholdningen med fem prosentpoeng, og ta disse pengene og investere dem i fast eiendom. Senere ble det besluttet at det innen disse fem prosentene også skulle være rom for investeringer i unoterte selskaper (eller ”private equity” som det heter).

Siste utspill i denne anledningen kom sentralbanksjef Øystein Olsen med ved årstalen i februar 2014: ”På lang sikt kan en obligasjonsandel på 20-25 prosent trolig være tilstrekkelig for å ivareta den forsikring mot kursfall i aksjemarkedet som fondet trenger.” Implisitt her ligger vel antakelsen om at ”equity premium” i fremtiden også vil være hyggelig – man trenger bare obligasjoner i den grad man har behov for ”forsikring mot kursfall i aksjemarkedet”. Men er nå det så sikkert da?

”Man kan ikke to ganger stige ned i den samme elven”, sa den greske filosofen Heraklit. At aksjer gir en solid meravkastningen i de neste hundre år, slik de har gjort i det foregående hundre år, kan ingen med sikkerhet vite.¹⁶⁴

¹⁶⁴ Til dette har Runar Gulhaugen, som har lest nøye gjennom notatet, gitt følgende anmerking: ”Jeg er enig i at ingen kan vite om aksjer gir en solid meravkastning i de neste hundre år, men jeg tror det i vårt økonomiske system nærmest er en nødvendighet at bedrifter oppnår en totalavkastning som i det lange løp er høyere enn lånerentene, og at derved egenkapitalen får en høyere avkastning enn långiverne. Dersom dette ikke var tilfelle, ville etter hvert de aller fleste virksomheter gå konkurs og systemet mer eller mindre bryte sammen.”

BOKS 1: LOOK TO NORWAY

Da Bill Clinton gikk av som president i USA i januar 2001, kunne Amerika glede seg over overskudd i statsfinansene. Etter prognosene som den gang forelå, lå den amerikanske stat an til å bli gjeldfri etter ti-tolv år. Det, mente daværende sentralbanksjef Alan Greenspan, ville være uheldig. For da måtte jo staten kjøpe innenlandske verdipapirer om overskuddene i statsfinansene varte ved. Men dermed ville man legge til rette for en sammenblanding av statens og de privates rolle – staten skal jo ikke eie aksjer og obligasjoner utstedt av bedriftene. Lobbyvirksomheten i USA, som allerede er altfor stor, ville det bli enda mer fart på ved at private foretak som trengte penger, ville gjøre sine hoser grønne for statlige byråkrater som forvalter de statlige overskuddene.

For å unngå en slik situasjon gikk Greenspan inn for skattelettelser. Det passet den nye presidenten George W. Bush bra. Velstående amerikanere som kom til å nyte særlig godt av lavere skatter, var også glade. Hadde ikke Greenspan, med den autoriteten han den gang nøy, gått så fullhjetet inn for en slik politikk, ville Bush hatt langt større problemer med å få kongressen med på skattelettelser til de rike.

”Look to Norway” var det ingen som sa. Men det kunne man ha sagt. Hemmeligheten er å investere statens overskudd i utlandet. Nettopp hva NBIM, eller Norges Bank Investment Management, gjør. Som er forvalter for pengene som Finansdepartementet eier. Og som gjør at norsk næringsliv overhodet ikke har tilgang på disse pengene.

Opp og ned med Oljefondet

Hvor godt har SPU gjort det? Rimelig bra vil vel de fleste mene. På plussiden kommer en temmelig rask etablering av dette fondet, med en profesjonell ledelse, lave kostnader, god styring innen rammen av Norges Bank og stor åpenhet. Ros må også fondet finne seg i for dets evne til å holde hodet kaldt da finanskrisen kom kastende på oss. Mens aksjekursene raste verden over høsten 2008, og ”alle” solgt aksjer, fortsatte NBIM å kjøpe aksjer. Ikke bare fordi oljekroner trillet jevnt og pent inn på konto. Men også fordi markedsverdien av aksjebeholdningen synker når kursene

faller. Med mål om seksti prosent i aksjer, må man kjøpe mer aksjer når kursene her faller raskere enn kursene på fastrentepapirer.

I denne sammenheng kan det passe å minne om finansminister Kristin Halvorsens glade budskap i VG i juni 2009: ”Ingen tidligere år har vi fått så mang aksjer for et fat olje som i 2008”, sa hun. Den fødte optimist.

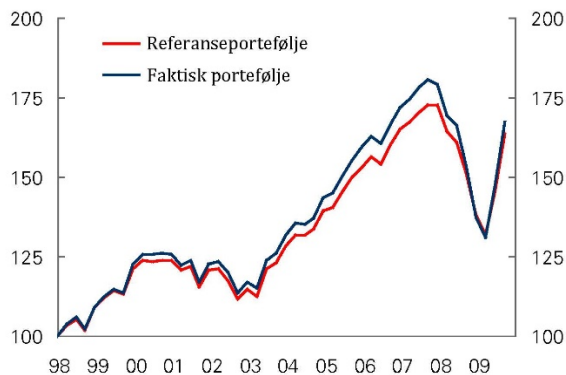
Det manglet ikke (og mangler ikke) på ”eksperter” som vet å rådgi NBIM i forvaltningen av midlene. I fremste rekke her finner vi suksessinvestoren Øystein Stray Spetalen. Han vil at NBIM skal gå ut av aksjer og inn i statsobligasjoner. Hadde man fulgt Spetalens råd i etterkant av finanskrisen, ville fondet vært hundrevis av milliarder kroner mindre i dag enn hva tilfellet er. Det skyldes at prisen på aksjer har steget kraftig siden bunnen ble nådd på tampen av 2008.

Hva gjelder tabber vil jeg trekke frem en stor og en liten. Den lille først – nemlig investeringen i det unoterte selskapet Delta Topco som eier rettighetene til Formel 1. I mai 2012 kjøpte NBIM aksjer her for 1,8 milliarder kroner. En god uke senere ble den planlagte børsnoteringen av selskapet skrinlagt. Dermed falt en viktig forutsetning for kjøpet bort. Men NBIM ble likevel sittende med aksjene. Det angrer man på. Lederen i Delta Topco ble senere tiltalt for grov korrupsjon.

Den store tabben lar seg best belyse med grafen under. Her viser den røde linjen akkumulert avkastning på referanseporteføljen – det vil si den porteføljen av verdipapirer som NBIM sammenligner seg med – mens den sorte linjen viser avkastningen på selve fondet. Men hva er tabben?

De to linjene følger hverandre temmelig pent. Ved nøyere granskning vil du oppdage tre ting. For det første at den sorte og den røde linjen følger hverandre veldig nært fra 1999 og frem til 2003/04, med den mørkeblå tidvis noe over, dvs. med noe bedre avkastning på fondet enn for referanseporteføljen som man måles mot. Fra 2004 til 2007/08 blir det temmelig jevnt og trutt større avstand mellom de to linjene. Folkene i NBIM har grunn til slå hverandre på skuldrene. Se hvor flinke vi er.

Men så – i tredje kvartal 2008 – er festen over. De to kurvene klapper sammen igjen samtidig som de begge faller som steiner. For Norge er fallet det mest alvorlige. Gjennom 2008 tapte Oljefondet 633 milliarder kroner. For NBIM er det at kurvene klapper sammen det mest alvorlige. Fordi det viser at meravkastning med ett blir mindreavkastning. Av de 633 tapte milliardene må 70 tilskrives såkalt aktiv forvaltning – nemlig at man investerer på annet vis enn hva indeksen tilsier. Hvorfor det? Fordi man tror man kan slå indeksen. Hvilket man da også gjorde stort sett frem til den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers gikk konkurs høsten 2008, og finanskrisen var over oss.



Figur 1.

Relativ Avkastning – SPU

Kilde: http://www.nbim.no/globalassets/documents/news/2010/slyngstad_charts_20_01_2010.pdf

Etter at man hadde fått en betydelig mindreakstning i 2008, og dermed mistet alt akkumulert overskudd for de foregående ti årene (den røde og den mørkeblåsorte linjen er atter oppå hverandre), ble det satt i verk en grundig analyse av hva som gikk feil. Blant de engasjerte ekspertene finner vi professor Andrew Ang ved Columbia Business School i New York. Han mener at Yngve Slyngstad, sjefen for NBIM, tar feil når han hevder at tabbene som forårsaket de 70 milliarder kronene i ekstra tap, bare lot seg avdekke i etterkant. På en norsk blogg skriver professor Ang følgende:

” ... the rolling analysis shows that a large part of the fund’s active losses could have been anticipated because of the large factor exposures computed ex ante.”¹⁶⁵

Det sentrale her er de to siste ordene, ”ex ante”, hvilket altså betyr at med riktige analyser i forkant kunne man ane hva som lå i kortene og unngått mye av de 70 milliarder kroner i ekstra tap. Som blant annet skyldtes stor eksponering til obligasjonsmarkedet for amerikanske boliglån, en eksponering som i noen grad var basert på lånte penger. I etterkant påpekte Riksrevisjonen den mangelen som ligger i fravær av regelverk for belåning av porteføljen, og trakk også frem behov for et regelverk for utlån av verdipapirer.

Etter finanskrisen

Hvordan har det så gått med SPU etter finanskrisen? En mindreakstning i 2008 ble snudd til en meravkastning i 2009. Man var flinke og heldige og tok igjen det tapte. Som nevnt over, politikere og embetsverk fortjener ros for at de da finanskrisen raste

¹⁶⁵ <http://larshaakon.blogspot.no/2010/01/seminar-om-aktiv-forvaltning-i.html>.

som verst, holdt hodet kaldt og fast på strategien 60/40 fordeling mellom aksjer og obligasjoner. I denne perioden hadde de vel også hendene fulle med viktigere ting; nemlig å redde et bankvesen på kanten, og å se til at en skrantende norsk økonomi red stormen fra vest av. Også dette lyktes man meget godt med.

Avkastning fra 2008 og til og med 2012 er grei nok. Målt mot seksten andre fond av samme karakter, gjør SPU det verken markant bedre eller dårligere. Her er hva CEM Benchmarking har å si om saken:

”I femårsperioden (frem til og med 2012) oppnådde Norges Bank en gjennomsnittlig årlig meravkastning før kostnader i aksjeforvaltningen på 0,0 prosentenheter, mens sammenlikningsgruppens median var 0,5 prosentenheter. Renteforvaltningens gjennomsnittlige årlige meravkastning i perioden var 0,4 prosentenheter, mens den typiske meravkastningen for sammenlikningsgruppen var 0,5 prosentenheter.”¹⁶⁶

Arkitekturen for NBIM og SPU

Mens selve forvaltningen av alle oljepengene bare har vært middels god grunnet den harde medfarten NBIM fikk under finanskrisen, er selve arkitekturen bak fondet, og hvordan det fungerer i den store sammenhengen, intet mindre enn imponerende. Synes jeg.

Handlingsregelen – at vi bare skal bruke fire prosent av Oljefondet hvert år, dvs. forventet realavkastning – har vært en genistrek. Det å legge forvaltningen av fondet inn under Norges Bank, i en egen avdeling, Norges Bank Investment Management (NBIM), har tilsvarende vært en udelt suksess.

Mens handlingsregelen sikrer at ivrige politikere må holde fingrene fra fatet, og særinteresser ikke når frem med sine glitrende forslag om hva oljepenger skal brukes til, har etableringen av NBIM tilsvarende gjort at norske formuesforvaltere er pent nødt til å holde labbene unna. Det samrøre vi kunne ha fått dersom norske finansinstitusjoner skulle fått hver sin ”andel” av oljepengene til forvaltning, tør jeg knapt tenke på. Miljøer preget av høy sigarføring og høye smørrebrød ville trolig blitt enda høyere.

Statens pensjonsfond utland er i en unik posisjon. Mange penger. Lang horisont. Høy integritet. Med lite behov for likviditet kan man ta posisjoner for det lange løp.

¹⁶⁶ Sakset fra redegjørelsen som Finansdepartementet selv sendte ut. CEM Benchmarking er et canadisk selskap som blant annet foretar sammenligninger (benchmarking) over selskaper og instrumenter. http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/statens_pensjonsfond/publikasjoner-om-statens-pensjonsfond---/rapport-fra-cem-benchmarking-om-staten-7.html?id=751894

For forvaltere av kapital er det stor stas å få mandat fra Oljefondet. Prestisjen som følger med, kan gjøre det lettere å markedsføre sine tjenester på annet hold. Alt dette gjør at NBIM står godt rustet til å få gode avtaler til lave priser.

Den sobre stilen som NBIM tross alt er preget av, og som skyldes at den ligger innunder Norges Bank og det nøkterne miljøet som vår sentralbank er en eksponent for, ville vi sett mindre av. Forvaltningskostnadene ville blitt klart høyere. Det skyldes ikke bare høyere lønn og større bonus om private aktører hadde stått for forvaltningen. I privat regi ville langt flere talentfulle mennesker brukt sin tid og sine talenter på forvaltningen av statens oljeinntekter. De stordriftsfordelene som NBIM har – det finnes knapt noe fond i verden hvor antall milliarder kroner pr. ansatt er høyere – ville blitt markant mindre ved desentralisert, privat forvaltning.

En annen side av saken er at i land preget av stor finansiell aktivitet, har inntektsforskjellene tendens til å øke. Problemet med et ”forskjells-Norge” som vi nå ser konturene av, ville vært større om private aktører hadde stått for forvaltningen av oljemilliardene. Kongeriket står seg bedre på å utdanne flere sivilingeniører fremfor flere ”finansielle ingeniører”.

På 1940-tallet stod bank og finans for to prosent av bruttonasjonalproduktet i Amerika, nå er tallet kommet opp i åtte prosent, konstaterer tidligere sentralbanksjef Alan Greenspan i et intervju i Financial Times i oktober 2013. Det er et problem man ikke snakker om. Greenspan innrømmer at han ikke selv skjønner hvorfor folk i den ikke-finansielle delen av økonomien kjøper alle disse tjenestene. Som mange av dem er så kompliserte at han og folkene hans i Fed bare delvis forstod hvordan de fungerte.¹⁶⁷

Om å gjøre alle til lags

Statens pensjonsfond utland er ikke et hvilket som helst fond. Vi er alle eiere av pengene – i gjennomsnitt én million kroner pr. nordmann. Men hver enkelt av oss som lever i dag, kan ikke banke på døra til Norges Bank og be om å få penga utbetalt. Det er avkastningen av midlene vi har å rutte med. Og om modellen holder, vil fremtidige generasjoner så langt øyet rekker, ha tilsvarende glede av fondet og den avkastningen det forventes å gi.

Som eiere er vi med å bestemme over midlene gjennom de politiske valg vi gjør. Slike valg er gjenstand for en kontinuerlig debatt i samfunnet. Slik skal det være i et demokrati.

Venstresiden vil at mer av midlene skal investeres i Afrika, i grønn teknologi, til bevaring av regnskog, til bistand og fattigdomsbekjempelse, og andre gode saker. Samtidig er nok de fleste også på denne siden av midtgangen opptatt av egne

¹⁶⁷ <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/25ebae9e-3c3a-11e3-b85f-00144feab7de.html#axzz2xjRT5WJV>

pensjoner og egne rettigheter, samt av hvordan velferds-Norge i månedene og årene fremover utvikler seg.

Folk på Høyresiden ivrer gjerne for en mer aktiv forvaltning av midlene. Tildragelsen med investeringen i Formel 1 gjorde imidlertid at NBIMs engasjement i enkeltforetak fikk seg et skudd for baugen. Videre ser folk på Høyresiden med velvilje på fremstøt fra den norske finanssektoren om å kunne ta mer del i forvaltningen av midlene.

Begge har fått litt. Venstresiden jubler over Etikkrådet som vi fikk i 2004. Og som med stor iver hiver ut selskaper som ter seg uetisk. Høyresiden er tilfreds med at finansminister Siv Jensen varsler muligheten for å investere i infrastruktur i andre land. Om slike investeringer finner sted i utviklingsland, vil trolig Venstresiden juble med. Norfund – det norske statlige fondet for investering i næringsvirksomhet i utviklingsland – er også noe Venstresiden vel kan tolerere at Høyresiden har fått til. Norfunds engasjerte sjef, Kjell Roland, lar sjelden en anledning gå fra seg for å fremme saken – nemlig at statlige midler til Norfund bør økes markant – gjerne på bekostning av NBIM.

”Vårt oppdrag er å ivareta og utvikle finansielle verdier for fremtidige generasjoner”, heter det på første side i NBIMs årsrapport for 2013. På side 11 i samme rapport slår sentralbanksjef Øystein Olsen fast at målet med SPU ”... er å oppnå høyest mulig avkastning på lang sikt innenfor moderat risiko.” Eller som det heter på side 14 i Melding til Stortinget 27 (2012-2013) om forvaltningen av Statens pensjonsfond:

”Utgangspunktet for arbeidet med investeringsstrategien for SPU er å søke å oppnå en høyest mulig internasjonal kjøpekraft av kapitalen i fondet innenfor et moderat nivå på risiko.”

Dette mantraet gjentas ved en hver anledning. Hensikten er å få alle med på notene; Oljefondet er primært til for å sikre det norske folk gode økonomiske kår hele veien inn i en fremtid som ingen ende tar. Under diskusjonen av ansvarlig investeringsvirksomhet i årsrapporten heter det (side 40) at man følger opp de selskapene der fondet har de største investeringene ”fordi disse selskapene har størst betydning for fondets avkastning og risiko.” Og på neste side, man fortsetter arbeidet ”med å tilpasse porteføljen når det gjelder risiko knyttet til miljø og sosiale forhold som kan ha betydning for fondets avkastning”.

Fondets avkastning i sentrum. Under bibetingelse at man ter seg skikkelig. Ikke eie aksjer i selskap som ikke tar høyde for barns rettigheter, som bidrar til økt klimarisiko, eller som driver rovdrift på verdens vannressurser.

Politikk og legitimitet

Det er neppe noen stor hemmelighet at Utenriksdepartementet (UD) og Finansdepartementet (FIN) tidvis har ulike eller motstridende interesser. UD-folk har tendens til å ville gjøre politikk ut av det meste. Det kan lett skape manglende oversikt. FIN-folk har mer sans for faste regler og forutsigbar atferd. Ordning och reda, som svenskene sier.

For SPU er avkastning og risiko det sentrale. FIN bestemmer. Men også folk i UD forstår at det å skulle gjøre alt til politikk, ville kunne bli temmelig slitsomt over tid. Erfaringen med uttrekk av amerikanske Walmart, verdens største butikk-kjede, fra porteføljen til Oljefondet, og all pepperen Norge fikk av den amerikanske ambassadøren i etterkant, frister neppe til gjentakelse. Og klokskapen i å hive ut Boeing fordi dette amerikanske selskapet har med produksjon av atomvåpen å gjøre, hvor stor var den? Når det nettopp er de samme atomvåpnene som gjør at vi kan sove godt om natten, vel vitende at NATO og USA er på vår side om noe skulle skje. Og det at ”noe skulle skje” er med ett blitt mindre fjernt etter Russlands overtakelse av Krim-halvøya – med våpen i hånd.

Handlingsregelen begrenser dum atferd i bruken av oljepengene. Høyest mulig avkastning for gitt risiko, gjør det samme for forvaltningen av disse pengene. Begge deler er robuste saker som er greie å forstå. Og dermed også temmelig uproblematisk å etterprøve. Har Regjeringen fulgt handlingsregelen? Hvis ikke, hvorfor ikke? Har NBIM sikret en god avkastning innen rammene for risiko? Eller enklere sagt, har avkastningen vært omtrent på indeksen, eller helst litt bedre, over de siste 12-15 årene? En så lang horisont må til for en slik vurdering. Som vi vel har sett i dette notatet.

Et annet spørsmål er hvorvidt man makter å trekke lærdommene ut av tabbene. Jeg blir litt engstelig når jeg i møte med forskere i Norges Bank oppdager at de ikke har hørt om Hyman Minsky, en forsker som etter at han var gått i graven, har fått fornyet oppmerksomhet rundt sine arbeider om finansielle kriser. Det originale i Minskys arbeider var hans fokus på kreditt og hvordan markedet for kreditt stadig ender opp med å gå av hengslene. Det hele starter ved at rimelig kreditt gir opphav til spekulativ atferd og høyere formuespriser. Som i sin tur gir bedre sikkerhet for ny kreditt, som fører til enda høyere priser etc. inntil med ett nok er nok. Og boblen sprekker. ”The Minsky Moment” kaller man det. Og var presis hva som inntraff den 16. september 2008 da Lehman Brothers gikk konkurs.

Siden bobler ikke er gjengs i tradisjonell finanst teori, ble Minsky satt på sidelinjen. At han fremsatte sin teori ved hjelp av ord uten bruk av matematikk trakk i samme retning. Dessuten opererte Minsky med begreper fra psykologien som i tradisjonelle økonomers ører innebærer fravær av rasjonalitet. Det skal den seriøse økonom ha seg frabedt.

At forskere i Norges Bank ikke er kjent med Minsky, synes jeg er underlig. Man kan ikke ha unngått å ha støtt på Hyman Minsky og hans teorier om man en gang i blant de siste fem-seks årene har bladd gjennom Financial Times eller The Economist. Tilbudet om å kjenne virkeligheten her og nå, slik den formidles av topp skribenter i disse to avisene, burde vel en hver forsker i en sentralbank benytte seg av. Eller?

Nærmere om begrepet risiko

Den absolutte risikoen for pengene våre på Oljefondet bestemmes i all hovedsak av fordelingen på ulike aktivaklasser. Den relative risikoen måles ved fluktuasjon i avkastningsforskjellen mellom egen portefølje og referanseporteføljen.

Om man holder eksakt samme papirer i egen portefølje som i referanseporteføljen, svinger avkastningen av de to helt i takt. Den relative risikoen, målt ved svingninger (eller volatilitet) i avkastningsforskjell, er null. Om man i indeksen har statsobligasjoner og i egen portefølje obligasjoner basert på pantelån til boligeiere, og disse siste lånene har hele veien 50 punkter høyere avkastning (dvs. 0,5 prosentpoeng), blir også volatiliteten lik null. Til tross for at porteføljen har helt ulike papirer.

Slik var det en lang stund. NBIM plukket pent opp punkter på det som senere ble kalt "subprime loans", og som halvstatlige institusjoner i USA hadde utstedt obligasjoner på bakgrunn av. Men risikoen slik den måles var helt moderat. Hvorfor? Fordi spreaden – eller forskjell i effektiv rente på de to typer papirer – var temmelig konstant.¹⁶⁸

Når spreaden gikk ut etter Lehman-konkurs i september 2008, opphørte harmonien mellom referanseindeksen for obligasjoner og selve porteføljen av obligasjoner. Den målte risikoen steg. Det ville den gjort selv om NBIM hadde sittet helt stille, og verken solgt eller kjøpt en eneste obligasjon. Det motsatte hendte i 2009; den utvidede spreaden kom inn igjen. Hvilket igjen gav stor målt risiko. Men denne gangen tjente de som satt med kommersielle papirer snarere enn statsobligasjoner godt – renten på de førstnevnte falt, hvilket betyr at kursen på dem steg.

¹⁶⁸ Norges Bank og Finansdepartementet burde vel hele veien ha vært seg bevisst at fondet i mange år høstet forsikringspremier for en kredittrisiko som materialiserte seg under finanskrisen (kjøpte papirer med halerisiko), og ikke skrytt av dette som meravkastning oppnådd ved aktiv forvaltning.

Penger, prestisje og prestasjoner

Å holde styr på verdipapirer som i verdi overstiger fem tusen milliarder kroner, krever et oppgående miljø for forvaltning. Vi kan ikke "sette bort" et slikt beløp til eksterne forvaltere. Vi må ha noen på hjemmebanene som kan dette. Og kan det skikkelig. Som er i front på forskningen om temaet. (Og som gjerne også leser Financial Times og The Economist med jevne mellomrom).

NBIM trenger tre ting. Penger, prestisje og prestasjoner. De som jobber der må få god lønn. Det gjør de. Men likevel langt unna hva mange av dem kunne fått andre steder. Lederen gikk over til fast lønn uten bonus etter finanskrisen.

Prestisjen er tung og god. NBIM er et bra sted å si at man jobber i. Det – i tillegg til at NBIM nok er et mer fredfylt sted å være en Goldman Sachs, med regulert arbeidstid og gode ferier – gjør at mange lever godt her med mindre lønn.

Prestasjonene må være gode om prestisjen skal holdes oppe. Å slå indeksen man måles mot burde ikke være så vanskelig. NBIM har mindre behov for likviditet enn andre fond. Lite likvide papirer må kompensere for dette ved høyere forventet avkastning. Ergo, om du ikke jakter så ivrig på likviditet, kan du laste opp fondet med en del mindre likvide papirer, og på den bakgrunn forvente å få noe høyere avkastning enn indeksen.¹⁶⁹

Det underliggende og sentrale temaet er legitimitet. Har måten vi samler opp, forvalter og bruker oljepengene på bred støtte i det norske folk? Jeg tror det. Og er imponert over politikere og embetsverk som har fått dette til.

Det aller meste av fokus i diskusjonen om Oljefondet går på hvor godt NBIM gjør det målt mot referanseindeksen. Det er litt som å skyte spurv med kanoner. Det som virkelig betyr noe for hvor godt pengene i fondet vil yngle, er valget av indeksen.

Etter finanskrisen har aktiv forvaltning i stor grad måtte vike plassen for arbeidet med å finne frem til en egnet indeks å måle fondet mot. Det betyr at finansielle derivater nå brukes langt mindre enn tidligere. Det er bra.

Suksesskriteriet for Oljefondet

Som nevnt har Regjeringen annonsert at den gjerne ser at inntil fem prosent av verdiene i SPU er i fast eiendom. I og med at slike investeringer krever veldig mye grundigere forarbeid for investor enn det å kjøpe aksjer og obligasjoner på velfungerende børser, tror jeg det tar mange år før disse måltallene nås – om de noen

¹⁶⁹ I brev til Finansdepartementet skriver Norges Bank den 2. februar 2012 dette: "Det er kombinasjonen av en lang tidshorisont, ingen løpende likviditetsbehov og en tålmodig eier som innebærer at fondet kan være spesielt godt egnet til å påta seg særskilte typer risiko." (Sitert fra Melding til Stortinget, Forvaltningen av Statens pensjonsfond 2012, side 19.)

gang gjør det. Men la gå, legg til grunn at NBIM lykkes med å komme opp til de fem prosentene for sine aktiviteter på disse områdene. Hvilket fort vekk vil kreve en dobling i antall ansatte i NBIM, når man sammenligner med andre fond som driver med slikt.

Hva gjelder meravkastningen ved slike investeringer, hva kan man påregne her? Det er avhengig av hvem du spør. La oss være optimistiske – si at meravkastningen på disse fem prosentene over tid er to prosent pr. år. Med 5.000 kr i bønn (vi bruker milliard som måleenhet) vil to prosent av fem prosent utgjøre 0,1 prosent. Og null komma én prosent av fem tusen er 5. Hvilket i denne sammenheng er fem milliarder kroner. Det er mye penger på ett enkelt år.

En annen og bredere tilnærmingen til temaet er dette: Hva skal vi legge til grunn som suksesskriterium for NBIM og Oljefondet? Myndighetenes svar av i dag – ”å oppnå høyest mulig avkastning på lang sikt innenfor moderat risiko”, blir for enkelt. Hvorfor det? Fordi denne formuleringen bare tar høyde for den ene siden av saken; hva vi skal gjøre med oljepengene. Den andre siden av samme sak må også med i bildet; hva oljepengene gjør med oss. Blir vi late, kravstore og dorske på grunn av denne rikdommen? Eller blir vi innovative, nysgjerrige og flittige?

Hvordan operasjonalisere eller måle om tingene er på plass? Et temmelig paradoksalt svar går slik: *Oljefondet er en suksess når folk er lite opptatt av det.* For det betyr at vi går til vår daglige dont uten hele tiden å skulle skue hen til alle pengene på bok. Slik skuing kan nemlig lett føre til mindre konsentrasjon i arbeidet, og til mer fokus på egne krav og plager. Som i noen grad kanskje vil kunne la seg avlese i en synkende andel av arbeidsføre i arbeid.

Det er viktig at brede lag i det norske folk synes måten myndighetene håndterer oljeformuen på er ”helt ålreit”, som Odd Børretzen sang. For hvis ikke folk flest synes det, legges kimen til et samfunn i splid med seg selv.

Behov for flere aktivklasser?

Retningslinjer for hvordan SPU skal drives, fastsettes av Finansdepartementet. Planer om endringer legger FIN frem for Stortinget. Hvert år blir Stortinget som den bevilgende myndighet orientert om overføringen fra Oljefondet til FIN, som sikrer at statsbudsjettet akkurat går i balanse. Denne overføringen er hva vi ofte benevner som ”bruken av oljepenger dette året”. Etter Handlingsregelen skal beløpet utgjøre om lag fire prosent av verdien av SPU ved årets inngang.

I den årlige Meldingen *Forvaltningen av Statens pensjonsfond* blir vår nasjonalforsamling videre orientert om virksomheten til Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN), eller Folketrygdfondet som det het for.

Denne meldingen er gjennomarbeidet og solid.¹⁷⁰ Man går nøye gjennom investeringsstrategien til de fondene, analyserer avkastning og risiko, redegjør for planlagte endringer, og diskuterer videreutvikling av rammeverket for begge de statlige pensjonsfondene.

Finansdepartementets strategiråd skriver rapporter og arrangerer seminarer om forvaltningsstrategien for SPU. Et av formålene er å bidra til debatt om viktige sider ved forvaltningen. Mens Etikkrådet har litt saft og kraft i klypene – her kan man anbefale å hive ut selskaper som ikke ter seg etisk bra nok – må Strategirådet nøye seg med analyser, men ”skal ikke evaluere Norges Banks operative forvaltning av fondet eller tilrådinger. Etikkrådet har avgitt om observasjon og utelukkelse.”¹⁷¹ Strategirådet har imidlertid gitt konkrete råd om strategien som er fulgt opp.

I Meldingen for 2012 gir Finansdepartementet NBIM friheten til ”å velge mellom noterte og unoterte investeringer i eiendomsporteføljen”. Kanskje kunne man gått et skritt videre i diskusjonen her? Nemlig lagt til rette for en større andel enn fem prosent i fast eiendom et godt stykke frem i tid, dersom NBIM i årene fremover satser på å utvikle solid ekspertise på området. I så fall ville vi følge en modell vi tidligere med stort hell har brukt. Hva tenker jeg på?

Jeg tenker på hele oljeeventyret. Det smarte med Stortingsmelding nr. 25 i 1973-74, ”Petroleumvirksomhetens plass i det norske samfunn”, var kravet om at Norge måtte opparbeide egen ekspertise i oljeleting og oljeutvinning for på den bakgrunn ha nødvendig kunnskap til å eie og å styre utenlandske aktører på sokkelen.

Noe tilsvarende skjedde ved opprettelsen av Statens petroleumsfond på 1990-tallet. Vi vil selv ha hånd om sakene – forvaltningen av alle milliardene som staten henter ut av petroleumsvirksomheten. Ved inngangen til 2014 jobbet det således 370 personer med forvaltningen av våre fem tusen milliarder kroner i utenlandske investeringer. Fra 28 nasjoner. Vel en tredjepart av dem på NBIMs kontorer i London, New York, Singapore og Shanghai.

Denne tankegangen anvendt for eiendomsinvesteringer skulle tilsi at NBIM, ved selv være fysisk eier eller deleier i diverse eiendommer i andre land, opparbeider solide kunnskaper og erfaring om investeringer i fast eiendom – ”hands on”. Det vil kunne gjøre NBIM til en bedre investor i REITs og andre børsnoterte instrumenter der fast eiendom er underliggende aktiva.

Eiendomsmarkedet som eies profesjonelt, er på 31.000 milliarder kroner. Det kan temmelig enkelt utvides ved at man kjøper eiendommer som er der, men som ikke er eide profesjonelt. Om lag en fjerdepart er i REITs. Om SPU hadde tre prosent av dette markedet – slik det nærmer seg for aksjer i Europa – ville det være snakk om

¹⁷⁰ Noen setninger er overflødige. På side 11 i Meldingen for 2012 står følgende å lese: ”Departementet legger vekt på at midlene i Statens pensjonsfond skal forvaltes på ansvarlig måte.” Noe annet ville, mildt sagt, vært overraskende. Mer seriøst, begrepet ”verdiaksjer” brukes flere steder. Det kunne med fordel stått i listen over ”Ord og Uttrykk” bakerst i meldingen.

¹⁷¹ Se side 78 i Forvaltningen av Statens pensjonsfond 2012.

rundt tusen milliarder kroner, eller nærmere 20 prosent av dagens fond. Kan det passe bra?

BOKS 2: EIE FAST EIENDOM – ELLER EIE AKSJER I EIENDOMSSLESKAPER?

I Meld. St. 27 (2012-2013), Forvaltning av Statens pensjonsfond i 2012, er temaet investering i fast eiendom viet et eget avsnitt på fire tettskrevne sider. Like mange sider er brukt mot slutten av Meldingen for egen omtale av børsnoterte eiendomsselskaper.

Man skal bruke tid for å komme opp i måltallet på fem prosent av fondet i fast eiendom. Ved utgangen av 2012 var 0,7 prosent av fondet i denne aktivaklassen; året etter 1,0 prosent.

I meldingen diskuteres to måter å eie fast eiendom på. Ved fysisk å eie næringsbygg i andre land, eller boliger, for den saks skyld. De 0,7 prosentene ved utgangen av 2012 lå alle her, i det man betegner som ”unoterte investeringer i kontor- og forretningseiendom”. Videre er det hele veien snakk om eierskap sammen med andre som har erfaring i profesjonell drifting av fast eiendom. Vanlig andel for NBIM er mellom 25 og 50 prosent.

Den andre måten NBIM kan nærme seg målet om fem prosent i fast eiendom på, er å kjøpe aksjer i rene eiendomsselskap. Eller foreta ”investeringer i noterte egenkapitalinstrumenter”, som det heter, der ”noterte” betyr at aksjene handles over børs. Slike investeringer har mye bedre likviditet enn ”unoterte investeringer” nevnt over. Alt annet like skulle man derfor tro at de over tid kaster mindre av seg enn direkte – og lite likvide – investeringer i fast eiendom. Analysene som refereres i Meldingen, gir imidlertid ikke grunnlag for noen bastant konklusjon her.

Såkalte Real Estate Investment Trusts (REITs) som er den største gruppen av noterte eiendomsselskaper i USA, er viet særlig oppmerksomhet i Meldingen. Disse selskapene er underlagt særskilte regler, blant annet er de forpliktet til å la 90 prosent av overskuddet tilflyte aksjonærene i form av utbytte. REITs utgjør to prosent av referanseindeksen for aksjer som NBIM måles mot. Investeringer i REITs kan enten legges i aksjeporteføljen (der 60 prosent av alle pengene skal ligge), eller de kan utgjøre inntil 25 prosent av eiendomsporteføljen (der man etter hvert skal ha fem prosent av alle pengene).

Når fondet etter hvert blir så stort at verdens aksjebørser blir i minste laget, selv for en passiv, indeksbasert investor, blir det behov for flere investeringsklasser. Som unoterte aksjer, eiendom og investering i infrastrukturkapital. I den sammenhengen slår altså jeg et slag for "real estate", og da særlig i land der eiendomsretten må forventes å stå til Dovre faller. Bedre da å eie Rockefeller Center i New York enn bomvei rundt Nairobi. En slik modell, om den skulle ha noe for seg, innebærer et tettere samarbeid mellom dem som forvalter fast eiendom fysisk i NBIM, og dem som kjøper aksjer i eiendomsselskaper verden rundt. Og tenk deg – hundre år frem i tid, når oljeutvinningen for lengst er over – et Norge som eier fast eiendom verden rundt for to-tre tusen milliarder kroner, eller 20-30 prosent av SPU. Der norske pensjonister lever godt på de tilhørende, løpende leieinntektene

Hva var avgjørende for hvordan det gikk med fondet om vi går hundre år frem i tid og skuer bakover? En ting som helt sikkert ikke vil være avgjørende for hvordan det gikk, er med hvor mange basispunkter NBIM slo eller ble slått av den av FIN valgte indeks. Hvilke aktivklasser som indeksen består av, vil derimot være av den største betydning for hvor mange penger fremtidige generasjoner av nordmenn vil ha å rutte med.

Bør Stortinget sterkere inn i bildet?

Å være sjef for NBIM er ikke enkelt. Man skal forholde seg til Hovedstyret i Norges Bank, til Bankens representantskap, til FIN ved avdelingen som har med formuesforvaltning å gjøre, og tidvis til UD om våre investeringer i utlandet får politiske overtoner. Videre må man følge rådene fra Etikkrådet om å hive ut selskaper, om da Finansministeren er enig. På toppen kommer anbefalinger fra Strategirådet og andre eksperter.¹⁷²

Jeg tror det er riktig å si at Hovedstyret i Norges Bank ikke skjønner så mye av hva NBIM driver med. Å lage et eget styre for NBIM, lagt inn under Hovedstyret, har vært fremme i debatten. Dette forslaget får ikke min stemme (hvilket selvsagt ikke betyr noe som helst). Bedre da å manne (eller kvinne) opp Hovedstyret i Banken med to-tre personer som forstår seg på formuesforvaltning bredt definert, både teoretisk og praktisk.

Men hva med Stortinget – hvor godt passer våre folkevalgte på vår felles pensjonspott?

"Checks and balances" rundt virksomheten i SPU skjer nå i all hovedsak mellom FIN og NBIM. Den ultimate eier – Stortinget – er på betryggende avstand, sett med embetsverkets øyne. Er det sånn vi vil ha det?

¹⁷² Se http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/statens_pensjonsfond/publikasjoner-om-statens-pensjonsfond---.html?id=449237

Et tiltak som kan være verdt å vurdere, er en frittstående rapport à la Norges Bank Watch som Centre for Monetary Economics (CME) ved Handelshøyskolen BI hvert år utarbeider om gjennomføringen av pengepolitikken og rammene rundt dette politikkområdet. En eller to akademikere – gjerne en ekspert fra utlandet, nå i år var professor Xavier Freixas fra Universitat Pompeu Fabra i Barcelona med – og en eller to personer fra markedet står for denne rapporten. Som legges frem på et åpent seminar, etterfulgt av forberedt kommentar fra sentralbanksjef eller visesentralbanksjef. Deretter åpnes det for innspill fra salen.

Som del av arbeidet med rapporten inngår grundige samtaler med ledelsen i Norges Bank og med embetsverket i FIN, og gjerne også folk i Stortingets finanskomité. I tillegg til nærkontakt med de finansielle markedene. Norges Bank finner denne måten å bli gått etter i sømmene på meget nyttig. Om vi skal tro Banken på dens ord. Vurderinger gjort i tidligere Norges Bank Watch rapporter har Norges Bank tatt til seg, og flere forslag fremmet i rapportene har vært tatt til følge.¹⁷³

Rapporten holdes i et språk som gjør hovedbudskapet tilgjengelig for den godt opplyste og nysgjerrige leser. Utfordringen på dette punktet ville være enda større ved en eventuell NBIM Watch rapport. I finansfaget kan man lett falle for fristelsen å fylle på med formler og statistikk som gjør at selv den godt skolerte ramler av lasset.

Representantskapet i Norges Bank, som er Stortingets kontrollorgan for vår sentralbank, kunne være en mulig initiativtaker til en NBIM-Watch. Som bildet er nå har FIN sitt eget Strategiråd, mens selve eieren, Stortinget, ikke har noen tilsvarende eksterne ekspertise. Til forskjell fra Strategirådets rapport (og også Norges Bank Watch) tror jeg rapporten om NBIM bør skrives på norsk. Noe av utfordringen er nemlig å gjøre problemstillingene og utfordringene som forvalterne av våre oljemilliarder står overfor så tilgjengelig som mulig for de folkevalgte, og også for dem som velger dem. Se boksen under.

Representantskapet ville kunne ha glede av en slik rapport ved skrivingen av sin egen melding om virksomheten i Norges Bank. Og kanskje viktigere, en slik rapport vil kunne danne bakgrunn for en god, offentlig debatt om veien fremover for Statens pensjonsfond utland.

¹⁷³ I februar i år ble Norges Bank Watch rapporten lagt frem for femtende gang. Rapporten skrives på oppdrag fra ingen. Men FIN, etter noen år, ble interessert i denne rapporten i det den gir godt bakgrunnsmateriale for den årlige Finansmarknadsmeldinga. Således bidrar FIN nå med 150.000 kroner årlig til finansieringen.

BOKS 3: GJØR TING SÅ ENKELT SOM MULIG – MEN IKKE ENKLERE

På side 67 i Melding om forvaltning av statens pensjonsfond 2013 er det lett å gå seg bort. Her står det at avkastningen av SPUs obligasjonsinvesteringer var 0,2 prosentenheter høyere enn referanseindeksen. For aksjeporteføljen lå avkastningen 1,3 prosentenheter over indeks. Vi vekter disse to tallene med 40 % og 60 % henholdsvis, og får 0,86 prosentenheter – som da vil være den samlede meravkastningen for SPU.

Men i teksten på samme side står det at avkastningen for hele fondet var 1,0 prosentenheter høyere enn referanseindeksen. Etter nøyere å ha studert denne siden, basert på antakelsen om at FIN sjelden tar feil, ser vi at det for 1,0 prosentenheten er avkastning FØR fradrag for kostnader, mens det trolig ikke er det for de to andre tallene. Hvis det stemmer, må jo kostnadene da bli differansen mellom 1,0 og 0,86, som er 0,14 prosentenheter. Men på side 74 skriver man at de samlede forvaltningskostnadene i 2013 utgjorde 0,066 pst av fondets gjennomsnittlige markedsverdi. Hvor er det blitt av differansen på 14 minus 6,6 basispunkter, dvs. 7,4 basispunkter?

Poenget med dette flisespikkeriet – for det er jo det det er – er ikke å skulle arrestere NBIM på tallene. Snarere er poenget at det er så uhorvelig mange tall her. Det gjør det lett å gå seg bort. For mange detaljer og for mange tall, og man mister oversikten. Hvilket også legger veien åpen for NBIM og FIN til å bortforklare ting. Jeg sitter litt med følelsen av at det er det man har gjort hva gjelder begivenhetene høsten 2008. Man tapte 633 milliarder kroner, hvorav 70 milliarder skyldes dårlig håndverk, om jeg har forstått professor Andrew Ang korrekt. Hvorfor ikke si det rett ut? Året etter klarte man å hente inn det tapte. Det virker jo vel og bra. Men stopp en hal. Da må man vel ha tatt meget store risikoer? Både altfor dårlig og altfor god avkastning bør vekke mistanke og engstelse. En fullgod redegjørelse for risikotakingen i aksje- og obligasjonsmarkedet i 2009 har ikke jeg sett. Den finnes sikkert.

Et viktig poeng med et NBIM Watch etter modell av Norges Bank Watch, ville være å redegjøre for sakene ”in plain Norwegian”. Trekke frem hovedpunktene, de viktigste tallene, de største tabbene, de beste beslutningene, de vanskeligste avveiningene. Samt de sentrale elementene i temaer som har med strukturen i SPU i å gjøre, som oppgaver og arbeidsmåte for Etikkråd, for Strategiråd, for Styret, etc.

Dette siste blir viktigere nå enn før, ettersom FIN gradvis ser ut til å la seg presse til en mer komplisert og dermed mer uoversiktlig målfunksjon: Nå skal der være egne avsetninger til klima og miljø og en mer nyansert målfunksjon der større vekt skal legges på ansvarlige investeringer.

Noen avsluttende merknader

NBIM fremstår som en meget profesjonell organisasjon av høy kvalitet. Det er viktig at man får den nødvendige ro til å konsentrere seg om de pålagte forvaltningsoppgavene. Man skal således være forsiktig med å legge inn nye og velmenende temaer i målfunksjonen, presset frem av politikere og interesseorganisasjoner. I så måte er forslag fra mindretall i finanskomiteen om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013 skremmende lesning.¹⁷⁴

I forvaltningen av porteføljer vil det hele tiden bli foretatt beslutninger som i ettertid viser seg å være feil. En god forvalter gjør kanskje 60 % riktige beslutninger og 40 % feil. Ekstern oppfølging av en forvaltningsorganisasjon må fokusere på ledelse, strategi, totalresultater, risikostyring, beslutningssystemer osv. Dersom det blir en sterk offentlig fokusering på enkeltbeslutninger i NBIM som i ettertid viser seg å være feil, kan dette over tid føre til en forvaltning med altfor sterkt fokus på å unngå feil. Det vil være meget uheldig og gjøre det vanskelig å oppnå gode resultater.

Politikere, interesseorganisasjoner og den offentlige debatten om oljefondet bør i hovedsak konsentreres om anvendelse av midlene. Dette gjelder så lenge forvaltningen drives på en god måte og innenfor de etablerte etiske prinsippene.

Dessuten må vi være årvåkne. Hva gjør alle disse pengene med oss?

¹⁷⁴ <https://stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Innstillinger/Stortinget/2013-2014/inns-201314-200/6/>

14 Har makropolitiker någon nytta av makroteori?



John Hassler

John Hassler är professor i nationalekonomi vid Institutet för Internationell Ekonomi på Stockholms Universitet. Han efterträdde 2013 Lars Jonung som ordförande i Finanspolitiska Rådet. Hans forskning har under senare år varit inriktad på klimategonomi ur ett makroekonomiskt perspektiv.

I samband med den stora lågkonjunkturen som följde på finanskrisen 2008 kom makroekonomisk teori att bli mer ifrågasatt än tidigare.¹⁷⁵ Det hävdades att inte bara ekonomin var i kris utan också den makroekonomiska forskningen. Många debattörer menade, och menar kanske fortfarande, att den makroekonomiska ansatsen att bygga förenklade modeller för att förstå verkligheten inte fungerar. Enligt min mening är detta felaktigt. Modeller kan förstås vara mer eller mindre användbara men modeller är inte bara nödvändiga, de är ofrånkomliga.

¹⁷⁵ Bland makroekonomiska forskare benämns denna lågkonjunktur ofta som "The Great Recession".

I debatten om makroekonomins kris hävdades också att de modeller som använts sedan idéerna om rationella förväntningar slog igenom inom makroekonomisk teori under 1970- och 1980-talen bygger på felaktiga antaganden. Därmed har de makroekonomiska modellerna blivit oanvändbara för att förstå verkligheten och att ge råd till politiker. En välkänd formulering från denna tid är den av 2008 års ekonomipristagare Paul Krugman som under ett föredrag på *London School of Economics* sa att han var orolig för att makroteorin under de senaste tre decennierna varit i bästa fall värdelös men i värsta direkt skadlig.¹⁷⁶

En annan, i internationella sammanhang mindre känd formulering är från 2009. Det årets ekonomipristagare Robert Mundell uttryckte på ekonomiska klubbens i Stockholm middag till hans ära hur värdelös han tyckte modern makro är med orden ”jag hatar dynamiska allmänjämviktsmodeller, i synnerhet stokastiska allmänjämviktsmodeller”.¹⁷⁷ Också här är min uppfattning den motsatta – dagens moderna makroekonomiska teorier är förstås långt ifrån perfekta, men de är bättre än de vi hade tidigare och utvecklingen har inte skett längs en återvändsgränd.

Låt mig börja med att definiera vad jag menar med ”teori” som jag tolkar som synonymt med ”modell.” Byggstenarna i en modell är i) exogena variabler och parametrar, ii) endogena variabler samt iii) en specifikation av hur dessa variabler påverkar varandra. Om vi dessutom ställer kravet att variablerna ska vara observerbara och mätbara, innebär definitionen att modellen potentiellt har empirisk relevans och kan falsifieras.

Behöver vi då modeller? Ja – modeller är nödvändiga inslag i vårt tänkande. Vad jag förstår är helt enkelt vår hjärna programmerad att efterfråga modeller. Teoretiska modeller som förklarar det vi observerar, t ex att solen går upp varje morgon, varför man bli sjuk osv har så vitt man vet funnits i alla kulturer som existerat i mänsklighetens historia. Rimligen är den evolutionära poängen med ett sådant modellskapande att modeller och teorier gör det möjligt att extrapolera, dvs att utifrån observerade mönster i verkligheten dra slutsatser vad som kommer att hända i andra liknande men inte nödvändigtvis identiska situationer.

Vi har alltså hjärnor som är programmerade att skapa modeller och även att kräva att andra människor använder modeller för att motivera påstådda samband. Men historien är förstås full av modeller och teorier, t ex om sjukdomar och varför solen går upp, som visat sig vara felaktiga. Sådana modeller förkastas och ersätts av andra modeller – ”it takes a model to beat a model”. Modeller som är tydliga och ger klara prediktioner är lättare att konfrontera med verkligheten. Eftersom vi förmodligen har en inneboende tendens att för länge hålla fast vid gamla modeller är det viktigt att insistera på att modellerna ska ge klara prediktioner – de ska kunna falsifieras.

¹⁷⁶ “Spectacularly useless at best, and positively harmful at worst”, Lionel Robbins Memorial Lecture, June 2009.

¹⁷⁷ DSGE, *Dynamic Stochastic General Equilibrium Models*, är en samlingsbeteckning för den typ av makromodeller som används bl a på centralbanker för att göra kortsiktsprognoser och analysera effekter av förändringar i t ex penning- och finanspolitiken.

Vad jag hittills sagt gäller förstås specifikt för politiker som håller på med makroekonomi. Teorier och modeller behövs för att göra prognoser och för att svara på kontrafaktiska frågor. Det behövs också förenklade teorier och modeller som gör det möjligt att skapa en mental modell och känsla av förståelse - en intuitiv förklaring. Utan en sådan lär det inte att gå att få stöd för olika ekonomisk-politiska förslag. Det är inte rimligt att bara använda sådana enkla, intuitiva modeller. Men det är viktigt att det kontinuerligt sker en process där enkla mentala modeller utvecklas ur de mer komplicerade som bara ett fåtal forskare förstår.

Var står vi idag? Har vi inom makroekonomisk forskning utvecklat teorier och modeller som är till nytta för makropolitiker? Eller har den moderna makron slagit in på ett spår som visat sig vara en återvändsgränd? Låt mig först kommentera några påståenden om modern makro såsom den på universiteten lärs ut till doktorander, diskuteras inom ledande internationella forskarnätverk som t ex CEPR¹⁷⁸ och av OECD och IMF används som underlag för råd till politiker och andra beslutsfattare.

Modern makro utgår ifrån att alla marknader fungerar perfekt och att alla agenter är rationella.

Det är sant att den moderna makron i sin början byggde på marknader som fungerade perfekt. Detta var en reaktion mot den gamla principen att bara postulera ett marknadsmisslyckande utan att förklara vad som orsakar det. Marknadsimperfectioner är dock idag ett mycket vanligt inslag i makro. Men det finns en stark ambition att förklara varför marknaden inte fungerar. Det är tillåtet att inkludera friktioner, t ex avsaknad av vissa marknader och pristelheter, utan att förklara dem. Vi vet ännu ganska lite om exakt varför priser verkar vara stela, men en omfattande och livaktig empirisk forskning om det pågår. Behovet av att inkludera denna empiriska regularitet i existerande modeller har gjort att forskningen tvingats kompromissa med principen att inte bygga in oförklarade marknadsmisslyckanden. Det har varit nödvändigt, men det är ett nödvändigt ont. Det onda är att utan en förståelse om orsakerna till prisfriktionerna och andra imperfectioner är det svårt att säga hur stabila de är. En förändring i politiken som försöker utnyttja att priserna är stela kan leda till att dessa stelheter ändras eller försvinner. Det är alltså en missuppfattning att modern makroforskning bygger på ett insisterande att alla marknader är perfekta.

Det är också en missuppfattning att makroekonomisk renlärighet kräver modeller med rationella agenter som har tillgång till perfekt information. Det är sant att många modeller, kanske de flesta, bygger på dessa orealistiska antaganden. Modeller med

¹⁷⁸ Center for Economic Policy Research.

imperfekt information och där agenterna inte har förmåga att perfekt räkna ut som är bäst för dem är dock i högsta grad tillåtna. 2011 års ekonomipristagare, Thomas Sargent och Christopher Sims, som varit frontpersoner när det gäller att introducera rationella förväntningar i makroekonomin har båda gjort stora och tidiga bidrag när det gäller avsteg från perfekt rationalitet och perfekt information.¹⁷⁹

Makroekonomiska modeller där agenterna inte har samma information men kan lära sig över tiden på ett sätt som inte behöver vara fullständigt rationellt är ett aktivt och spännande forskningsområde. En återgång till modeller där människors förväntningar om framtiden är helt oförankrade i vad som faktiskt händer och där de mekaniskt återupprepar samma misstag är inte en seriös forskningsansats.

Makro handlar om att bygga vackra modeller med analytiska lösningar utan verklighetskoppling.

Den absoluta merparten av makro idag bygger inte på analytiska lösningar och vackra ekvationer. Lösningemetoden är avancerade numeriska algoritmer. Det är också i princip omöjligt att publicera en vetenskaplig uppsats i någon av de bättre tidskrifterna om inte den empiriska relevansen beläggs. Det är klart att det finns uppsatser som handlar om teoretiska problem i andra uppsatser, men det är omöjligt att publicera en ny modell bara på grund av att den är elegant.

Som jag tidigare nämnt är det viktigt att också göra enkla modeller som kan underlätta byggandet av de mentala modeller som vi brukar kallar intuition. Sådant arbete handlar om att utifrån en djupare förståelse av makroekonomiska mekanismer sortera ut och förenkla dem som är särskilt viktiga för en speciell typ av frågor. En transparent och lättbegriplig modell kan förstås kallas ”elegant” men det är inte elegansen utan användbarheten som är målet.

Det är lätt att belägga att dagens makroekonomiska forskning handlar om aktuella och relevanta samhällliga frågor genom att bara läsa titlarna på artiklarna i någon makrotidskrift. Låt mig ta det senaste vårnumret av *American Economic Journal: Macroeconomics* som exempel.¹⁸⁰ Artiklarna i detta nummer heter:

- Resolving Debt Overhang: Political Constraints in the Aftermath of Financial Crises
- Free Trade Agreements and the Consolidation of Democracy
- Persistent Liquidity Effects and Long-Run Money Demand

¹⁷⁹ Se t ex Sargent (1993) och Sims (2003).

¹⁸⁰ *American Economic Journal: Macroeconomics*; vol 6, nr 2 (april 2014).

- Fertility and Wars: The Case of World War I in France
- How Frequent Are Small Price Changes?
- Missing Import Price Changes and Low Exchange Rate Pass-Through
- The Effects of Global Shocks on Small Commodity-Exporting Economies: Lessons from Canada

Man inser direkt att påståenden om bristande empirisk relevans, ointresse för marknadsimperfektioner och ett fokus på vackra modeller helt enkelt är empiriskt falsifierade.

Den stora finanskrisen har gjort att även forskarna insett att deras metodologi är en återvändsgränd.

Även detta påstående saknar empirisk grund. Krisen har stimulerat en mängd ny forskning och makroämnet lyckas nu dra till sig många av de mest talangfulla doktoranderna. Krisen har förstås stärkt intresset att förstå vad som orsakar makroekonomiska svängningar och marknadsmisslyckanden. Men jag ser inga tendenser i den internationella forskningen på en återgång till en tradition som bortser från mikroekonomiska fundament, postulerar marknadsmisslyckanden och antar snarare än härleder individuellt beteende. Låt mig nu bli lite mer specifik och kort tala om stabiliseringspolitik och huruvida makroekonomiska beslutsfattare har någon nytta av den senaste tidens forskning på detta område.

Under inledningen av finanskrisen var jag en dag i veckan på finansdepartementet för att diskutera och bolla idéer med främst tjänstemännen på ekonomiska avdelningen. Den konsensus som då fanns bland kloka *policy-makers* och rådgivare, t ex beskriven i den så kallade STEMU-utredningen ledd av Lars Calmfors¹⁸¹, hade bland annat följande ingredienser.

Använd inte aktiv finanspolitik vid normala konjunkturrörelser. Låt automatiska stabilisatorer och penningpolitiken istället göra det huvudsakliga stabiliseringsjobbet. Om den ekonomiska politiken inriktas på att kontinuerligt försöka finjustera konjunkturutvecklingen riskerar politiken att alltför ofta komma i fel tidpunkt. Den naturliga tendensen till kortsiktighet i politiken riskerar att skapa fluktuationer snarare än stabilisera dem.

¹⁸¹ Statens offentliga utredningar, ”Stabiliseringspolitik i valutaunionen”, SOU 2002:16.

I speciella lägen bör dock aktiva finanspolitiska åtgärder användas. Exempel på sådana situationer är:

- Extrema konjunkturörelser.
- När penningpolitikens möjligheter är begränsade eller uttömda pga t ex en nedre gräns för räntan, oro för tillgångsprisbubblor eller pga medlemskap i en valutaunion.
- När finansmarknaden riskerar att sluta fungera.

Om aktiva finanspolitiska åtgärder vidtas bör fokus vara på att ge temporärt ekonomiskt stöd till kreditbegränsade agenter, individer, företag eller kommuner. På så sätt angrips marknadsmisslyckanden direkt och får den största effekten på efterfrågan i situationer där denna är den begränsande faktorn för konjunkturutvecklingen.

Låt inte ökande offentliga underskott undergräva tilltron till den offentliga sektorns finansiella stabilitet. Om så sker kan en aktiv finanspolitik förvärpa lågkonjunkturen och verka destabiliserande snarare än tvärtom. Sunda offentliga finanser ger utrymme för en aktiv stabiliseringspolitik när den verkligen behövs.

När jag började på finansdepartementet tvingades jag konstatera att det inte fanns särskilt mycket forskning, åtminstone inte kvantitativ och allmänt accepterad, som grund för denna konsensus. Det fanns en litteratur om finanspolitiska multiplikatorer, men den var spretig och utan tillstymmelse till konsensus. Makroekonomiska läroböcker beskrev hur stabiliseringspolitiken kunde bidra till att stabilisera konjunkturen utifrån en mycket enkel keynesiansk makromodell från tiden före framväxten av modern makro.¹⁸² I denna modell kan ekonomin stabiliseras genom en aktiv stabiliseringspolitik. Men läroböckerna gav lite svar på frågan om vilka av alla olika finanspolitiska instrument som borde användas. Borde man sänka moms, arbetsgivaravgifterna eller inkomstskatterna eller var det den offentliga konsumtionen som borde höjas? Inte heller kunde läroböckernas modeller svara på frågan om hur mycket beslutsfattaren skulle göra, när och hur länge.

Skillnaden mot hur penningpolitik påverkar ekonomin var slående. De modeller som användes på centralbankerna var väl rotade i modern makroekonomisk teori. De var kvantitativa och därmed direkt användbara för de penningpolitiska beslutsfattarna. Roberto Perotti (2008) skrev så här precis innan krisen. "Most economists would agree that a hike in the federal funds rate will cause some slowdown in growth and inflation, and that the bulk of the empirical evidence is consistent with this statement. But perfectly reasonable economists can and do disagree even on the basic effects of a shock to government spending on goods and services."

¹⁸² Standardmodellen i läroböcker på grundutbildningsnivå är den så kallade Mundell-Fleming-modellen som utvecklades av Robert Mundell och Marcus Fleming på 1960-talet.

Krisen har stimulerat forskningen kring effekten av finanspolitik. Vi har insett att frågan ”Hur stor är multiplikatorn?” är felställd och har därför inget svar. Forskningen är nu inriktad på frågan. ”Vilka finanspolitiska instrument fungerar i vilka situationer?” Intressant nog tycker jag redan mig kunna skönja en konsensus ganska mycket i linje med den konsensus som tidigare funnits bland praktiker. Finanspolitiken är kraftfull och viktig när räntan är noll, när finansmarknaden slutar att fungera, om den riktas mot kreditbegränsade hushåll, företag eller offentliga institutioner och om den är temporär. Samtidigt har behovet av stabilitet och finanspolitiska ramverk fått teoretiskt och empiriskt stöd.¹⁸³ Denna snabba utveckling visar att tidigare makroekonomisk forskning fungerat som en god grund att snabbt utveckla praktiskt användbar kunskap om hur finanspolitiken kan användas för att hantera en stor global kris som den vi nyligen genomlevt.

Även när det gäller forskningen om penningpolitik har den ekonomiska krisen lett till stora förändringar. Kloka penningpolitiska beslutsfattare som till skillnad från dem som beslutar om finanspolitiken oftast har en gedigen akademisk forskarbakgrund insåg att de traditionella penningpolitiska instrumenten (räntor med kort löptid) inte var tillräckliga. Den exceptionella situationen krävde exceptionella åtgärder som att centralbankerna direkt tog över ansvaret för att hålla liv i marknader för t ex bostadsobligationer som annars kollapsat. Utan dessa åtgärder är det mycket möjligt att världen fallit ned i en depression som den under 1930-talet. Centralbankerna fick navigera i icke sjömätta vatten utan hjälp av modeller.

Det hävdas ibland att makroekonomerna innan krisen inte tänkt på att finansmarknaderna var viktiga för den ekonomiska utvecklingen. Det är inte sant. Den tidigare amerikanske centralbankschefen Ben Bernanke forskade t ex just på hur finansmarknaderna kan förstärka tendenser till cykler i ekonomin.¹⁸⁴ Det är sant att denna forskning inte ledde till att utvecklingen som ledde till finanskrisen stoppades i tid. Att finansmarknaderna plötsligt och totalt kunde sluta att fungera föreföll inte sannolikt, vilket visade sig vara fel. Men jag är övertygad om att Bernanke ändå hade nytta av sin bakgrund inom makroekonomisk forskning.

Den stora lågkonjunkturen har rejält påverkat den makroekonomiska forskningen. Det finns god grund att tro att denna forskning kommer att leda till både en mycket bättre förståelse om hur den ekonomiska politiken påverkar ekonomin och en bättre kunskap om den kvantitativa effekten av olika ekonomisk-politiska instrument i olika situationer. Det finns förstås mycket kvar att göra, och det hade varit bra om denna forskning kick-startats innan krisen. Men, och detta är min slutsats. Politiker som fattar makroekonomiska beslut har nytta av makroekonomisk forskning och kommer att få ännu större nytta av den i framtiden.

¹⁸³ Se t.ex. Corsetti och Müller (2015).

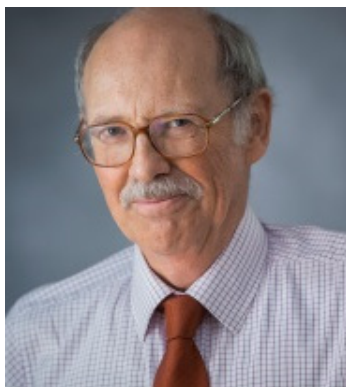
¹⁸⁴ Se Bernanke, Gertler och Gilchrist (1999).

Referenser

- Bernanke, B, M Gertler och S Gilchrist (1999), "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", kapitel 21 i *Handbook of Macroeconomics*, vol 1, part C, Elsevier.
- Coresetti, G och G Müller (2015), "Fiscal multipliers: Lessons from the Great Recession for small open economies", underlagsrapport till Finanspolitiska rådet.
<http://www.finanspolitiskaradet.se/radetsrapporter/underlagsrapporter.html>
- Perotti, R (2008), "In search of the transmission mechanism of fiscal policy", i Acemoglu, D, K Rogoff och M Woodford (red), *NBER Macroeconomics Annual 2007*, vol 22.
- Sargent, T (1993), *Bounded Rationality in Macroeconomics*, Oxford: Oxford University Press.
- Sims, C A (2003), "Implications of rational inattention", *Journal of Monetary Economics*, vol 50, issue 3, april 2003, s 665–690.

15 Mitt liv i kris.

Vad har jag lärt mig om ekonomisk politik under de senaste 50 åren?



Lars Jonung

Lars Jonung kom till Lund och till studiet av nationalekonomi hösten 1965. Såväl staden som ämnet nationalekonomi har fångat honom sedan dess. Två års studier vid University of California i Los Angeles 1969-71 fick ett avgörande inflytande på hans forskning. Den har rört sig på många områden: penning- och bankhistoria, ekonomisk politik, främst penning-, finans- och valutapolitik, inflations-förväntningar samt den nationalekonomiska vetenskapens framväxt i Sverige, särskilt Knut Wicksell och Stockholmskolan. Han har varit verksam som lärare och forskare vid Nationalekonomiska institutionen vid Lunds universitet och som professor vid Handelshögskolan i Stockholm. Inspirerad av den svenska traditionen att nationalekonomer är aktiva även utanför universitet har han deltagit flitigt i samhällsdebatten alltsedan 1970-talet. Han har varit engagerad som rådgivare såväl i Rosenbad som i Bryssel. Efter tio år vid EU-kommissionen återkom Lars Jonung och då som ordförande för Finanspolitiska rådet 2012-2013 och som seniorprofessor vid Ekonomihögskolan i Lund. Denna tjänst lämnade han vid fyllda 70 år på hösten 2014.

Som rubrik för mitt anförande idag har jag valt "Mitt liv i kris".¹⁸⁵ Var lugn – det blir inga dramatiska privata avslöjanden från den fröjdianska soffan – som det heter på lundensiska. Rubriken bör tolkas på följande sätt: jag vill kortfattat beskriva hur min forskning och min syn på makropolitik har påverkats av ekonomiska kriser. Detta förklarar undertiteln "Vad har jag lärt mig om ekonomisk politik under de senaste 50 åren?" För jag har lärt mig mycket av kriser.

För tjugo år sedan höll Ingemar Ståhl ett tal till mig när jag fyllde 50 år. Han sa att jag trivdes i kriser. Det gick att se på mig när det var kris – jag var så uppåt. Ju djupare krisen var, desto mer uppgad tycktes jag vara. Det stämmer: kriser är något unikt som makroekonomer forskningsmässigt sett har skäl att vara glada för. De sociala kostnaderna är förvisso enorma – men låt oss för tillfället bortse från dem.

Min väg till krisforskning gick via erfarenhet av kriser från insidan av det ekonomisk-politiska beslutsmaskineriet. Jag hade privilegiet att få uppleva den djupa 1990-talskrisen inifrån statsminister Carl Bildts kansli i Rosenbad. Inte nog med det, posten som rådgivare till den krisdrabbade Carl Bildt gav mig meriter för att hamna som rådgivare i EU-kommissionen, närmare bestämt på DG ECFIN. Så när eurokrisen kom 2008-09 var jag på plats i Bryssel.

Vägen till kriserna

Tillåt mig att se långt tillbaka vid ett tillfälle som detta. Jag kom till Lund 1965 – för snart 50 år sedan. I valet mellan att bli läkare eller teknisk fysiker valde jag att bli nationalekonom. Jag var nämligen intresserad av samhälle, politik, ekonomi och debatt. Nationalekonomi lovade att ge svar på många frågor. Svar har jag fått. Men frågorna har bara blivit fler och fler. Och svaren har ibland ändrats över tiden.

En central poäng med universitet är att det fungerar som äktenskapsmarknad – en viktig funktion som tenderar att ignoreras i analysen av avkastningen på högre utbildning. Denna avkastning fick jag på en nationalekonomkurs, där jag träffade Christina.

Bo Södersten fick ett avgörande inflytande på vårt gemensamma liv. På Athen, studenternas café i AF-borgen, träffade vi Bo en eftermiddag i slutet av september 1968. Ja, studenter kunde träffa, fika och prata med en professor på Athen på den tiden. Bo var just tillbaka från en tid som professor vid Berkeley i Kalifornien. Han var rättfram och bestämd: åk till USA, där kan ni lära nationalekonomi. Här i Lund finns inget att hämta. Jag vet vad jag pratar om. Det visste alltid Bo.

¹⁸⁵ Jag vill tacka alla medarbetare och vänner som bidragit till mitt tänkande och min forskning. Denna uppsats har kommenterats av så många att jag väljer att avstå från att nämna dem i denna tacknot.

Dagen efter rusade vi iväg med våra ansökningar till utbytesprogrammet mellan Lunds universitet och University of California. Det var i sista minuten. Senare på hösten gifte vi oss.

Vi hade tur. Vi fick stipendium bägge två och kunde dessutom välja mellan Berkeley i San Francisco och UCLA i Los Angeles. Vi valde UCLA för där fanns en ung professor – Axel Leijonhufvud – som vi hade lärt känna när han höll en kurs i Lund våren 1969 på en diger bok om Keynes och keynesianer.¹⁸⁶ Det kändes tryggt att ha en sådan kontakt även om det radikala hippie-Berkeley frestade jämfört med det stockkonservativa UCLA.

Vi stannade i två år vid UCLA, 1969-1971, och slutförde de obligatoriska kurserna för en PhD, tack vare nya stipendier som Axel hjälpte oss till. Det blev en fantastisk tid. Bo Södersten hade helt rätt – denna gång.

Studies in the Monetary History of Sweden

UCLA beskrevs på den tiden som farmarklubben till Chicagos *Department of Economics*, där Milton Friedman var ett av de stora namnen. Friedman och Schwartz (1963) tjocka volym om USAs monetära historia hade kommit ut några år tidigare. Den var väl placerad på de långa läslistorna för doktorskurserna.

Med Axel som handledare blev planen att jag skulle skriva min PhD-avhandling om Sveriges monetära historia à la Friedman-Schwartz. Det passade mig fint – det var makro och pengar, politik och samhälle, debatt, doktrinhistoria, datainsamling och teori – allt i den mix som jag själv kunde välja.

Det blev en avhandling på amerikanskt vis med några uppsatser instoppade bakom tunna pärmar, färdig 1975, med den tama titeln *Studies in the Monetary History of Sweden*. Den följdes av många uppsatser på temat svensk penningpolitik under årens lopp. Men det blev ingen bok – inte ännu. Planen, eller snarare illusionen, att skriva en komplett svensk monetär historia kvarstår fortfarande hos mig.

Har jag tur blir jag klar någon gång. Tiden går dock snabbt. Det behövs ju nya kapitel för varje kris i vilken Riksbanken är involverad. Nu väntar jag på nästa krasch – den som jag fruktar att Riksbanken håller på att driva fram genom sin ultralätta penningpolitik.

Kort efter vår hemkomst från UCLA överförde Christina och jag våra nya kunskaper om pengar och makro till en liten lärobok i penningteori och penningpolitik utgiven på Studentlitteratur, se Jonung och Jonung (1972). Vi var nöjda med titeln: *Pengar - teori, politik och institutioner*. Studenterna förkortade den till det mera skämtsamma *Pengar-pengar*.

¹⁸⁶ Leijonhufvud (1968).

Arbetet med boken hjälpte mig att inse att svensk penningpolitik inte var som amerikansk. En av mina första uppsatser hette ”Penningpolitik eller kreditpolitik?”, publicerad i hädangångna *Ekonomisk Revy* 1972.¹⁸⁷ Här noterade jag att Riksbanken bedrev kreditpolitik, dvs la tonvikten på affärsbankernas tillgångssida, på deras krediter och utlåning, och styrde krediternas användning med hjälp en lång rad byråkratiska tekniker, order och regler. Skälet till denna styrning var att räntorna hölls fastlåsta under jämviktsräntan. Prismekanismen kunde då inte användas.

Det finns alternativ till regleringspolitiken hävdade jag: det går att använda räntan och öppna marknadsoperationer på fria och oreglerade finansiella marknader, dvs prismekanismen kan släppas fram. Vid denna tid och i den svenska regleringsmiljön var detta ett extremt och politiskt orealistiskt budskap. Detta var en av mina första pläderingar för avreglering och marknadsstyrning – fler skulle komma.

Det visade sig fruktbart att syssla med Sveriges penningpolitiska historia och utveckling – knappast någon svensk nationalekonom hade gjort det *efter* andra världskriget. Snart upptäckte jag att nästan alla svenska nationalekonomer hade gjort det *före* andra världskriget: Eli Heckscher, Karin Kock, Erik Lindahl, Gunnar Myrdal, Bertil Ohlin och Knut Wicksell - och inte minst Sveriges främste monetarist eller friedmanian genom tiderna, Gustav Cassel.

När jag berättade för Assar Lindbeck att jag tänkte skriva om den svenska penningmängden, svarade han ungefär så här: det är på de oplöjda fälten man får den högsta avkastningen. Assar fick rätt. En forskarkollega till mig i Lund var inte lika positiv. Han undrade mer ironiskt om inte insamling av data över penningmängden är något som bäst görs på länsstyrelsen i Malmö. Han blev också professor med tiden – fast med inte med koppling till monetär ekonomi.

Friedman-Schwartz arbeten utövade till en början stort inflytande på mig, i synnerhet deras analys av den amerikanska depressionen på 1930-talet. Jag började granska den svenska 1930-talskrisen ur deras perspektiv och fann mycket spännande som knappast någon ekonom tagit upp tidigare. Det förde mig till intervjuer med Karin Kock, Erik Lundberg, Gunnar Myrdal och Bertil Ohlin samt till Riksbankens hemligstämplade arkiv. Det blev bl a en uppsats om 1930-talets penningpolitik i jubileumsskriften när Nationalekonomiska föreningen fyllde 100 år.¹⁸⁸

Myrdal gjorde intryck på mig när han med emfas sa att jag inte kunde skriva om 1930-talet. ”Varför kan jag inte det?” blev min motfråga. Jo, svarade han. ”Du var inte med på 30-talet. Det är bara de som var med som kan skriva om hur det egentligen var.” Jag har funderat på Myrdals svar sedan dess. Det ligger mycket i det men jag hävdade då gentemot honom – liksom jag gör idag – att varje generation måste angripa historien på sitt sätt och skriva sin egen version, med hjälp av sina metoder och perspektiv.

¹⁸⁷ Jonung (1972).

¹⁸⁸ Se Jonung (1977). Uppsatsen översattes och publicerades också på engelska i den då nystartade *Journal of Monetary Economics*, se Jonung (1979).

När jag sysslade med Sveriges monetära historia, blev jag tvungen att ta ställning till Knut Wicksell. Christina och jag hade fascinerats av honom och hans hustru Anna Bugge redan under studietiden i Lund genom en kurs för Carl Uhr som byggde på hans bok om Wicksells teoretiska bidrag.¹⁸⁹ Den visade vägen till Torsten Gårdlunds lysande biografi över Wicksell – en av de bästa biografier som skrivits över någon nationalekonom.¹⁹⁰

Wicksell var giganten – det märktes inte minst hos mina lärare i makroekonomi i Lund på den tiden, Bengt Höglund, Bengt Reuterskiöld, Laszlo Somogyi och Björn Thalberg. De talade med respekt om honom. Sedan dess har Knut Wicksell varit ett forskningsområde och en inspirationskälla för mig. Jag blir ständigt överraskad av hans skarpsinne, hans formuleringsförmåga och av skillnaden mellan hans ödmjuka vetenskapliga attityd som forskare och hans tvärsäkra rekommendationer som debattör av i stort sett allt mellan himmel och jord.

Wicksell lämnar ingen oberörd. Långt senare fick Christina och jag tillfälle att tränga in i hans tänkande när vi redigerade hans opublicerade manuskript för slutlig publicering.¹⁹¹ Här framträder en ekonom med breda intressen och djupt engagemang för att förbättra samhället på alla områden. Han tog den tredje uppgiften på största allvar.

Inflationsmål och normpolitik

Wicksells norm och Riksbankens prisstabiliseringspolitik i början av 1930-talet inspirerade mig till en artikel 1978 där jag föreslog ett inflationsmål på en procent för Riksbanken inom ett intervall på plus/minus en procentenhet.¹⁹²

Detta mål krävde avreglering av de finansiella marknaderna, slopande av valutaregleringen, rörlig växelkurs för kronan och en självständig Riksbank med enbart målet att stabilisera inflationen. Finanspolitiken skulle regeringen ta ansvar för och sysselsättningen skulle bestämmas av arbetsmarknadens parter. Inflationen 1978 låg kring 10 procent – så jag noterade en rad övergångsproblem.

Jag var ute i god tid. Det tog 15 år innan Riksbanken införde ett inflationsmål. Det var först sedan andra alternativ byggda på fast växelkurs prövats och visat sig ohållbara. Idén tog Riksbanken då främst från Kanada – inte från Knut Wicksell fast det fanns kunskap om Wicksells norm i bankens ledning.¹⁹³

¹⁸⁹ Uhr (1960).

¹⁹⁰ Gårdlund (1956). Långt senare fick jag glädjen att skriva ett efterord till en nyttgåva av Gårdlunds bok som SNS gav ut 1990.

¹⁹¹ Jonung, Hedlund-Nyström och Jonung (2001).

¹⁹² Jonung (1978).

¹⁹³ Jonung (1992).

Min koppling till UCLA tog mig tillbaka till Los Angeles några år efter att jag blivit färdig med min avhandling. Där stötte jag på Michael Bordo med doktorsexamen från Chicago. Det blev inledningen till ett långt samarbete som pågått fram till idag.¹⁹⁴ Vi hade samma intresse för monetär historia. Nu har detta övergått till ett intresse för finansiella kriser.

Under 1980-talet blev jag medlem i SNS konjunkturråd med Hans Tson Söderström som ordförande och Ingemar Hansson, Lars Calmfors och Johan Myhrman som medarbetare. Vi rekommenderade i tre rapporter normpolitik och fasta spelregler. Det var vägen till ett stabilare Sverige. Vårt mål var att skapa en ny syn på stabiliseringspolitiken. Sverige skulle välja en låginflationspolitik, hålla fast växelkurs och undvika devalveringar. Tillväxt skulle komma genom utbudspolitik, dvs genom avreglering och konkurrensutsättning.¹⁹⁵

Kritiken av devalverings- eller ackommodationspolitiken utformades av bl a forskare vid en konferens som sedan publicerades i en bok med titeln *1982 års superdevalvering. Rivstart eller snedtändning?* Här medarbetade bl a Bengt Assarsson, Klas Fregert, Per Frennberg, Thorvaldur Gylfason, Anne-Marie Pålsson, Lars Werin och Clas Wihlborg - alla sitter som deltagare i dagens symposium. Vi noterade kollektivt att devalveringen blev både en rivstart och snedtändning.¹⁹⁶

SNS-gruppens norm-tänkande hade ett starkt inflytande på den borgerliga regering som kom till makten efter 1991 års val med Carl Bildt som statsminister och Anne Wibble som finansminister med programmet "Ny start för Sverige".

Så kom det sig att jag blev erbjuden att bli rådgivare till statsministern. Vid första mötet med honom undrade jag om det behövdes en rådgivare: allt såg bra ut för svensk ekonomi och den nya regeringen var redan bunden vid normpolitik och satsning på utbudspolitik. Det var våren 1992. Hur fel kunde jag ha? Ett halvt år senare befann sig Sverige i sin djupaste ekonomiska kris sedan 1930-talet.

Denna kris blev en stark upplevelse för mig. Det var som att befinna sig i ett rum där först taket börjar rasa in, där sedan väggarna kollapsar en efter en och slutligen ett svart hål öppnar sig i golvet genom vilket allt sugts ner.

Det visade sig under en finansiell kris som 1990-talets att normpolitik och fast växelkurs inte fungerade som ankare utan som sänke för svensk ekonomi. Hur hanterar en rådgivare till statsministern detta? Jo, här gällde det att visa på 1930-talskrisen och hur Sverige räddades genom att övergå till rörlig växelkurs och åtföljande depreciering av kronan. Men hela tankeramen hos beslutsfattarna, inklusive statsministern, finansministern och chefen för Riksbanken, var kopplad till föreställningen: aldrig fler devalveringar som under 1970-talet för att komma ut ur de

¹⁹⁴ Michael och jag valde att studera penningmängdens omloppshastighet i Bordo och Jonung (1987). Detta perspektiv kompletterade Friedman och Schwartz (1963) fokus på penningmängden.

¹⁹⁵ Jag har senare sammanfattat SNS-rådets normpolitiska budskap och beskrivit dess genomslag och svagheter i Jonung (2015).

¹⁹⁶ Jonung (1991).

ekonomiska problemen. Det innebar en stark låsning av analysen och därmed av politiken till den närmast föregående krisens tolkning.

Riksbankschefen Bengt Dennis beskrev mig i sina memoarer som en tickande bomb. Riksbankens ledning var orolig för att min uppfattning skulle spridas utanför Rosenbad. Jag deporterades ett tag till Lund, vilket i sig uppskattades av familjen.

I november gav Riksbanken upp. Kronan släpptes fri och den har varit fri sedan dess. Nu öppnades möjligheten för en normbunden prisstabiliseringspolitik byggd på rörlig växelkurs. Den lanserades av Riksbanken i januari 1993 då målet för penningpolitiken sattes till två procents inflation från och med januari 1995. Riksbankschefen Bengt Dennis blev med tiden mycket nöjd med den flytande kronan och med den nya normen.¹⁹⁷

Att få uppleva 1990-talskrisen från insidan av regeringskansliet i Rosenbad var omskakande och inspirerande.¹⁹⁸ Så inspirerande att jag beslöt mig för att studera kriser närmare. Det blev efter många år en bok om hur svensk stabiliseringspolitik förändras och utvecklas av kriser och av de lärdomar som dras av kriser. Boken bygger bl a på flera intervjuer med beslutsfattare.¹⁹⁹ Det var i sig en upplevelse – många kom inte riktigt ihåg när, var, hur och varför.

Krisforskandet fortsatte. Det blev ett nordiskt projekt om den stora nordiska finanskrisen med en bok som kom ut 2009 – lagom till den globala finanskrisen 2008.²⁰⁰ Jag ligger som regel tio-tjugo år efter den kris som jag studerar. En forskare bör ha distans i tiden till det fenomen som granskas.

Sedan blev det Bryssel åren 2000-10. Det var fascinerande att få vara med när en ny världsvaluta föds – det händer inte varje dag. Här fick jag användning för mina kris-erfarenheter. Nu såg jag åter motsättningen mellan att följa givna principer för den ekonomiska politiken, i detta fall finanspolitiken – den skulle vara normbunden och disciplinerad enligt det europeiska regelverket – och att anpassa sig till den politiska verkligheten. De kortsiktiga politiska incitamenten malde ner de långsiktigt motiverade kraven på finanspolitisk disciplin.

Det var med viss skadeglädje jag noterade utbrottet av eurokrisen 2010. Följer man inte bruksanvisningen för en valutaunion så måste man räkna med problem, förr eller senare. Det borde de ansvariga ha lärt sig *före* krisen. Nu famlar man efter nya regler *efter* krisen.

¹⁹⁷ Se bidragen i Jonung (2003).

¹⁹⁸ Presskonferensen den 19 november 1992 på Riksbanken när Bengt Dennis meddelade att kronan släpptes fri var minnesvärd. Känslan av ett misslyckande dominerade. Ingen såg då att detta skulle bli starten för en ny stabiliseringspolitisk regim. Jag sa till statsministern att nu hade möjligheterna att vinna valet 1994 ökat markant. Tyvärr följde inte Riksbanken upp den fria växelkursen med en rejäl sänkning av räntan. En sådan skulle ha tagit Sverige snabbare ur krisen och då kanske bidragit till valseger för regeringen Bildt.

¹⁹⁹ Jonung (1999).

²⁰⁰ Jonung, Kiander och Vartia (2009).

Som pensionerad eurokrat kom jag hem till Sverige och hamnade som ordförande för Finanspolitiska Rådet 2011-13. Det blev en stimulerande tid. Nu gällde det att värna om en regelbaserad finanspolitik – en verksamhet som hade betydande likheter med den tidigare kampen om en regelbaserad penningpolitik. Här såg jag en viktig uppgift: att värna för de finansiella obalanser som hade växt fram i svensk ekonomi sedan mitten av 1990-talet. Det största hotet mot sunda statsfinanser är en finansiell kris. Under min tid som ordförande bröt förvisso ingen kris ut. Jag hoppas att Rådet fortsätter att ständigt värna fram tills krisen kommer. Då kan Rådet säga: vad var det vi sa? Och framstå som en förutseende och därmed trovärdig myndighet.²⁰¹

Tio lärdomar

Detta var min krisresa fram till idag. Låt mig nu sammanfatta vad jag anser mig ha lärt om kriser och ekonomisk politik med reservation för att jag kan komma att ändra uppfattning i framtiden. Jag lägger fokus på Sverige i den följande impressionistiska sammanställningen.

Lärdom 1. Kriser förnyar den ekonomiska politiken

För samhället i stort öppnar kriser för nya idéer, ny politik och nya politiker och beslutsfattare – efter krisen kommer det förr eller senare ett nytt val som brukar svepa bort dem som hade makten under krisen. Kriser är mycket kostsamma på kort sikt i form av stora produktionsbortfall och hög arbetslöshet men på lång sikt ger de också vinster i form av bättre institutioner, politik och utfall – i bästa fall. Kriser utlöser jakt på alternativ i den ekonomiska politiken. De blir ett *window of opportunity* – ett tillfälle att göra det politiskt omöjliga möjligt.²⁰²

Kriser har bidragit till de stora omläggningarna i svensk ekonomisk politik. Ingen politiker ändrar sig förrän tvånget att ändra sig blir överväldigande. Det är krisen som tvingar fram förändringen, den fungerar som en läroprocess. Ju större kris, desto mer av omläggning. 1990-talskrisen är vattendelaren i svensk ekonomisk politik, viktigare än någon annan kris, viktigare än 1930-talskrisen. Skälet är att 1990-talskrisen i stor sträckning var skapad här hemma genom den finansiella avregleringen och överhettningen under den senare hälften av 1980-talet, medan 1930-talskrisen tillkom externt, orsakad av internationella händelser i samband med sammanbrottet

²⁰¹ Den danska motsvarigheten till Finanspolitiska rådet förutsåg inte den finanskris som drabbade Danmark kring 2008. Den var därför inte i stånd att värna för krisen, vilket försvagade det danska rådets trovärdighet.

²⁰² Ett sätt att formulera denna insikt finns i uttrycket *You never let a serious crisis go to waste*, dvs släng inte bort en bra kris, hämtat från den amerikanska debatten efter Lehman-kraschen.

för guldmynstfoten. Det gick inte att skylla på en elak internationell omvärld. Nu var felet svenskt och då hjälper bara svenska lösningar.

När jag fick frågan i Bryssel, före eurokrisen, hur trögväxande EU-medlemmar ska göra för att få samma höga tillväxt som Sverige, blev mitt lättsamma svar: skapa först en djup kris – tio år efter krisen blir det fart på ekonomin som i Sverige.

Kriser driver också på utvecklingen av ekonomisk teori – det vet vi sedan tidigare. Som forskare ser jag på finansiella kriser som att de blottlägger väsentliga samband och kopplingar som ekonomer inte ser under normala tider, när en massa andra faktorer stör bilden. De finansiella kriserna lägger fokus på centrala drivkrafter inom makroekonomin, i första hand på kreditvolymen och räntan.

Lärdom 2. Kriser glöms bort med tiden

Varje djup finansiell kris har föregåtts av en period med snabb tillväxt i krediten och med låga räntor – som nu är fallet i Sverige. Vi lärde oss efter 1990-talskrisen att år med expansiv kreditpolitik och låga realräntor som under slutet av 1980-talet bygger upp finansiella obalanser.

Dessa krisinsikter glöms bort efter en tid. Nu har vi haft en kraftig expansion i kreditgivning, skuldkvoter och tillgångspriser sedan mitten av 1990-talet i Sverige. Räntorna har samtidigt varit fallande. Ingen beslutsfattare, vare sig i Riksbanken eller i regeringen, har med kraft reagerat mot detta mönster – trots att processen pågått i tjugo år. Det verkar som om ansvariga beslutsfattare har glömt vår historia eller så vill de inte känna till den.

Lärdom 3: Allting (nästan) kommer igen i makropolitiken

Ofta tänker vi oss tillväxten av vår kunskap som linjär: vi bygger successivt upp vårt vetande med nya rön, teorier och erfarenheter så att vi blir klokare och insiktsfullare. Detta är en positiv bild av ackumulationen av kunskap. Inom fältet makroekonomi finns denna process, men där finns också en annan process, nämligen en pendelrörelse mellan olika ytterligheter.

Gammalt tänkande dyker ständigt upp igen. Idéer och teorier som fösts åt sidan och blivit obsoleta har en tendens att komma tillbaka – med en lång och varierande tidsförskjutning. Om man väljer att *inte* hänga med i makroteorins och makropolitikens utveckling utan bara står kvar på samma position och väntar/lever tillräckligt länge så kommer troligen makroprofessionen tillbaka, efter kanske 40-50 år. Då blir man åter aktuell och relevant och kan berömmas för klokhet och förutseende, åtminstone under den tid som går innan pendeln börjar svänga tillbaka igen.

Låt mig ta några exempel på gamla föreställningar som fått nytt liv på sistone. Samtliga ställer jag mig tveksam till. En gång i tiden bekämpade jag dem i mitt forskande och skrivande. I min optimism hoppades jag att de var döda, begravda och glömda sedan länge. Så blev tyvärr inte fallet. Nu kommer de tillbaka med förvånansvärd kraft.

a. Kreditpolitiken från 1950-talet har dykt upp igen.

Nu efter den senaste finanskrisen riktas fokus mot affärsbankernas tillgångssida, mot sammansättningen på utlåningen. Det sker under kamouflage av begreppet "makroprudentiella regleringar". Regleringssystemet blir allt mer komplicerat när olika former av bankutlåning får olika riskvikter genom bl a Basel III. Och Basel III kommer troligen att följas av Basel IV, efter nästa kris. Vi riskerar att få en ond cirkel av växande detaljregleringar tills dess att det finansiella systemet grips av allmän förflamning. Det är inte bara Riksbanken som rör sig mot kreditpolitik med selektiv inriktning utan även Finansinspektionen, som för närvarande utvecklas till Sveriges andra centralbank.

b. Tron på finjustering är tillbaka

En gång i tiden, dvs under 1960-talet, byggde stabiliseringspolitiken på tron om framgångsrik finjustering, främst med hjälp av finanspolitiken. Med väl avvägda åtgärder skulle de ansvariga för stabiliseringspolitiken kunna träffa rätt.

Denna tro försvann under 1980- och 1990-talen. Erfarenheten pekade på att vi skulle övergå från finjustering till grovjustering. Men nu har vi fått en ny tro på finjustering, inte inom finanspolitiken men väl inom penningpolitiken. Riksbanken kritiserar för att inte exakt nå inflationsmålet på 2 procent. Missar den med några tiondels procentenheter som under perioden 1997-2011 kan detta beskrivas som ett misslyckande av nästan episk dimension.

Ser vi på denna kritik mot bakgrund av den höga och volatila inflationen under 1970- och 1980-talet, ofta på tvåsiffrig nivå, så framstår den som överdriven. Penningpolitiken, lika lite som finanspolitiken, ska inte förväntas arbeta med någon exakt precision. Vi måste också konstatera att den ekonomiska statistiken inte kan uppnå en noggrannhet och tillgänglighet som gör det möjligt att bedriva finjustering.

c. Riksbanken bör ha full sysselsättning som mål

Under 1970- och 1980-talet var Riksbanken inriktad på att upprätthålla full sysselsättning genom ackommodationspolitiken. Återkommande devalveringar blev ett inslag för att upprätthålla den inhemska sysselsättningen. Resultatet blev på sikt hög och volatil inflation och knackig tillväxt.

Som en reaktion mot bl a denna politik gjordes Riksbanken självständig och fick ett mandat med huvuduppgiften att hålla låg och stabil inflation. Ansvaret för sysselsättningen överfördes till andra instanser än Riksbanken.

Nu kräver emellertid ekonomer, politiker och fackföreningar att Riksbanken ska ha som prioriterat mål att även bekämpa arbetslösheten. Detta sker trots att den ekonomisk-politiska erfarenheten pekar på att Riksbanken bör inrikta sig på att styra nominella storheter som inflation, kreditvolym och penningmängd.

d. Den ursprungliga Phillipskurvan är tillbaka

Argumentet att Riksbanken ska ha sysselsättning som mål får stöd från en annan förkastad idé, nämligen tron på den stabila och enkla Phillipskurvan från 1958. När den slog igenom på 1960-talet kom den att inspirera svensk ekonomisk politik, inte minst arbetsmarknadspolitiken.

När sedan Milton Friedmans och Edmund Phelps kritik rörande inflationsförväntningarnas roll uppmärksammades så försvann tron på den enkla Phillipskurvan. Nu dyker den upp bakvägen genom antagandet att Riksbanken framgångsrikt låst inflationsförväntningarna på två procent, dvs på inflationsmålet. Följaktligen kan förväntningarna ignoreras. Då återuppstår en stabil kurva som kan exploateras genom mer expansiv penningpolitik, så länge som inflationen ligger under målet på två procent.

Här förkastas också en annan etablerad insikt från 1970- och 1980-talet, nämligen Lucas-kritiken eller Goodharts lag, som säger att varje empiriskt samband som ligger till grund för ekonomisk politik tenderar att upplösas, när de ansvariga för den ekonomiska politiken söker bygga politiken på sambandet ifråga.

e. Vilken blir nästa förlegade makroidé som återkommer?

Allt som vi idag betraktar som etablerade sanningar är provisoriska hypoteser sett i det långa perspektivet. Vi måste vänta oss att dagens syn på makropolitik och makroteori kommer att bli obsolet på många punkter. Låt mig föreslå fem kandidater till omtänkande som i framtiden kan kasta ut vad som för närvarande ligger i den etablerade åsiktskorridoren för makro:

- Riksbanken bör inte vara självständig eftersom finans- och penningpolitiken bör integreras och samordnas.
- Normpolitiken bör överges eftersom nya omständigheter visar att den är otillräcklig.
- Valutaregleringen bör återinföras för att göra det möjligt att bättre styra svensk ekonomi.
- Den rörliga växelkursen bör ersättas med en fast men justerbar kurs eftersom den rörliga kursen inte ger den penningpolitiska autonomi som vi en gång föreställde oss.
- Kreditsystemet/tillgångsmarknaderna bör regleras hårdare, dvs som under 1950-talet, för att skapa bättre finansiell stabilitet.

Vi har bara att vänta tills pendeln svänger igen. Då får vi veta vilket eller vilka av ovanstående punkter som kommer att återvinnas och bli delar av morgondagens dominerande makrosyn. Under tiden går det att förbereda sig genom att ta fram och uppdatera argument från tidigare kontroverser inom makropolitiken.

Lärdom 4. Ekonomisk-politiska reformer får oväntade följder

Jag var tidigt ute med att föreslå och argumentera för finansiell avreglering, avskaffande av valutareglerna och för generell penningpolitik byggd på ett inflationsmål. I denna argumentation såg jag bara vinster, såväl effektivitetsvinster som skulle ge högre tillväxt som högre konjunkturstabilitet. Det blev förvisso ett bra utfall på många områden.

Men jag bortsåg från hur svåra övergångsproblemen kunde bli i form av en djup finansiell kris. Jag insåg inte hur svårt det var att övergå från en regim till en annan. Anpassningsproblemen finns fortfarande med oss, bl a när det gäller den internationella konkurrensen om ägandet av företag i Sverige och vårt finansiella beroende av omvärlden.

Dessutom fanns en tro att ett modernt finansiellt system i sig är stabilt. Här har jag fått en mer pessimistisk uppfattning. Det finansiella systemet är inte stabilt. Endogena störningar kan uppstå inom systemet. Jag underskattade ”kreditens kraft”, dvs riskerna med väl – jag är böjd att säga alltför väl – utvecklade finansiella marknader. Så här i efterhand vill jag dock säga att den finansiella teknologins snabba utveckling och omfattande konsekvenser var omöjliga att förutse på förhand.

Min tidiga plädering för ett inflationsmål var behäftad med en klar svaghet. Jag uppmärksammade inte skillnaden mellan tillgångsinflation och konsumentprisinflation. Mitt försvar är detta. Det gjorde inte heller Wicksell eller de svenska ekonomer som argumenterade för prisnivåstabilisering under 1930-talet. Wicksells modell av den kumulativa processen har inte med någon finansiell marknad utanför banksystemet. All ändring i kreditgivningen går till konsumtion eller investeringar och påverkar därmed konsumentprisinflationen.

Reformer som genomförs – även om det finns goda argument för dem – blir inte riktig som vi tänkt oss. Vi bör ha detta i åtanke när vi argumenterar för förändring.

Lärdom 5. Prognoser är som sämst när de behövs som bäst

Bakom tanken på finjustering ligger tron på god prognosförmåga. Jag botades tidigt från denna tro när jag arbetade på Konjunkturinstitutet (KI) 1981. Prognoschefen Bengt Pettersson berättade för mig att under hans långa tid på KI hade bara en prognos träffat exakt rätt siffermässigt, nämligen prognosen för – jag tror det var – sparandet under något år i slutet av 1950-talet. Enligt KI:s prognos skulle sparandet

öka med 1,9 procent. Siffran blev exakt denna, men tecknet var fel. Sparandet steg inte, utan sjönk med 1,9 procent.

Sedan hamnade jag i Rosenbad mitt under krisen. Där lärde jag mig att alla prognoser var alldeles för optimistiska under nedgången och alltför pessimistiska under uppgången.

Så kom jag till Kommissionen i Bryssel år 2000. Vid ett av mina första möten med min chef generaldirektören, höll jag ett kort anförande om varför DG ECFIN inte borde satsa på prognoser. Jag gav alla argumenten från ekonomisk teori och praktik om den hopplösa verksamhet som prognoser utgjorde. Detta anförande gav mig troligen några års arbetsro. Min tyske generaldirektör var nämligen fixerad vid prognoser – det insåg jag med tiden. Dessutom utgjorde prognoser en central del av DG ECFIN:s verksamhet och gör det fortfarande.

Min lärdom är denna: Visst behövs prognoser men problemet är att när de behövs som bäst, dvs under kriser, så är de som sämst.

Lärdom 6. Värdet av ekonomisk historia

”Ju längre tillbaka du kan se, desto längre framåt ser du troligen”. Detta är ett citat från Churchill. Jag använder det ständigt för att betona vikten av kunskap om den ekonomiska historien för att bedöma dagens ekonomiska politik.

När jag kom till Lund fick jag höra att dåliga matematiker blir nationalekonomer, dåliga nationalekonomer blir ekonomhistoriker, dåliga ekonomhistoriker blir historiker och dåliga historiker blir präster. Hackordningen var tydlig.

Idag vill jag säga att en dålig makroekonom kan bli en hygglig makroekonom genom att samtidigt vara en bra ekonomhistoriker. Den ekonomiska historien innehåller den enda trovärdiga empirin för makroekonomi – glöm kalibrering av sofistikerade modeller. De säger knappast något som man kan tro på. Det är så mycket rimligare att argumentera för eller mot en makropolitisk åtgärd, om det går att hänvisa till att den redan testats tidigare i historien. Denna typ av historiskt baserade argument slår alla teoretiska underfundigheter.

Lärdom 7. Värdet av doktrinhistoria

Hans Tson Söderström brukade fråga mig: Varför håller Du på så mycket med gamla stofiler och inte med det nya tänkandet? Mitt svar var alltid detta – och är det fortfarande: De gamla stofilerna utvecklade det som vi tror är de nya idéerna – i varje fall inom makroteorin. När vi förstår i vilken miljö de gamla makroteorierna växte fram, så är det lättare att bedöma deras relevans idag. Vi bör känna till flera makromodeller, inte bara en enda, för att kunna välja den mest lovande för det problem eller förlopp som är aktuellt att analysera. När vi ser att en makroteori

huvudsakligen är en teori som söker efter en empirisk tillämpning bör vi vara särskilt misstänksamma.

Lärdom 8. Alla regler bör ha en undantagsklausul

Jag har sysslat mycket med regler för den ekonomiska politiken – både för penning- och finanspolitiken. Här har jag lärt mig att till varje regel bör det finnas en undantagsklausul – en nödutgång om saker och ting inte blir som det var tänkt. Undantagsklausulen ska finnas där som säkerhetsventil vid den oväntade och kraftfulla störningen/chocken/krisen som alltid kommer och som det inte står i vår förmåga att förutse.

Skulle Sverige drabbas av en ny kris, lika djup som under 1930- eller 1990-talet, bör det finnas en klausul som säger att det penning- och finanspolitiska ramverkets regler inte måste följas. Vid en djup kris bör den offentliga sektorn få fungera fullt ut som stötdämpare. Budgetunderskottet måste kunna få rusa i höjden och Riksbanken måste vara i stånd att rädda det finansiella systemet genom generöst stöd.

Förvisso finns problemet att bestämma när det är dags för ett undantag. Vem ska göra det? Nödutgången får inte fungera som huvudentrén. Gott omdöme är förutsättningen för att bestämma när det är dags för undantag.

Lärdom 9. Anekdoten förklarar den ekonomiska politiken

Ekonomer är tränade att tänka i sammanhängande system/teorier med hjälp av formella modeller och matematiska ansatser. Vi söker efter generella mönster som håller över tid och rum. Vi vill därför undvika det speciella, anekdotiska inslaget, som förklaring till utvecklingen. Men med åren har jag insett att anekdoten är en förträfflig tillgång när det gäller att förstå den ekonomiska politiken.

Värdet av den anekdotiska världsuppfattningen lärde jag mig vid de många och långa luncher och kaffepauser som utmärkte livet vid Nationalekonomiska institutionen i Lund på 1970- och 1980-talet, ett liv där Ingemar Ståhl var centralfiguren genom att han satt mer i kafferummet än på sitt tjänsterum.

Här prövades stora tankar om hur världens problem kunde lösas. Det flesta kunde effektivt skjutas ned med en välplacerad anekdot. Dessa inofficiella seminarier la grunden för min syn på den ekonomiska politiken, ja, hela min lundsiska samhällssyn. Låt mig ta tre exempel på hur anekdoten kan illustrera uppfattningen om den ekonomiska politiken.

Jag förstod bättre varför socialdemokraterna var så varma anhängare av kreditkontroller efter en intervju med Gunnar Sträng om penningpolitiken under efterkrigstiden. Jag frågade honom varför han som finansminister hade varit en så

stark förespråkare för regleringar av krediter – dessa drabbade ju de stora väljargrupperna i det svenska samhället, inte minst de som röstade på honom.

Strängs svar blev ungefär så här: ”Vi kunde ju inte låta den vanlige löntagaren få låna hur mycket han ville – då skulle han t ex gå och köpa slalomskidor och specialbyggda pjäxor till sina barn.” För mig belyser svaret det starka inslaget av paternalism i socialdemokratins syn på människan. I samma intervju uttryckte Sträng sin uppskattning över att det var han som finansminister som avgjorde om Handelsbanken fick etablera ett avdelningskontor i Pjätteryd, Skillingaryd eller Vaggeryd eller på någon annan ort.

När jag arbetade med en uppsats om prisstabiliseringspolitiken under 1930-talet, berättade Erik Dahmén en anekdot från den tiden om Erik Lindahl, som hade varit med och konstruerat det nya konsumentprisindex som Riksbanken hade som vägledning. Lindahl hyste en så stark tro på penningpolitikens förmåga att styra prinsnivån att han var redo att gå upp till riksbankschefen och föreslå en ändring av penningpolitiken om andra decimalen på konsumentprisindex hade ändrats. Kan man bättre illustrera den optimism som fanns i början på 1930-talet hos en professor som var en varm förespråkare för normbunden penningpolitik?

Jag fick uppleva en tankeväckande anekdot i september 1992 efter Riksbankens besked att höja räntan till 500 procent. Det var i bilen på väg till svenska ambassaden i Washington där jag skulle berätta om regeringens ekonomiska politik för att försvara den fasta växelkursen. Ambassadtjänstemannen undrade om jag hört att maffian skickat en delegation till Stockholm. Hur så? svarade jag. Jo, maffian vill veta hur man på laglig väg kan ta ut 500 procent i låneränta. Här belyste anekdoten svårigheten att trovärdigt dämpa valutaspekulation med hjälp av stram centralbankspolitik.

Lärdom 10. Undervisa om kriser

Till sist, som nationalekonomer bör vi undervisa våra studenter om kriser så tidigt som möjligt på grundnivån. Vårt mål bör vara att förbereda dem för de ekonomiska kriser de kommer att möta under livet. Det gör vi inte med de vackert-väder modeller, dvs de jämviktsmodeller, som dominerar i dagens läroböcker i makroekonomi.

Den traditionella läroboken i makroekonomi har som regel inte någon längre analys av ekonomiska kriser.²⁰³ Skälet är främst benägenheten hos nationalekonomer att betrakta kriser som undantagsfenomen, som något onaturligt eller onormalt som vi egentligen inte bör ta upp i undervisningen. Inget kan vara mer missvisande. Kriser kommer så länge som vi har ett kreditsystem som dagens. Det är vår skyldighet mot våra studenter att förbereda dem för framtidens krascher.

²⁰³ Klas Fregerts och min makrobok, Fregert och Jonung (2014), ger stort utrymme för finansiella kriser i bokens längsta kapitel.

Framtiden

Nu har jag sett tillbaka. Låt mig avsluta med att se framåt. Jag är optimist. Krisen kommer - vi vet bara inte när, var eller hur. Men den kommer. Och vi som makroekonomer får på nytt våra traditionella krisuppgifter: vi måste förklara varför vi inte varnade i tid, varför våra modeller och teorier inte gav oss den vägledning som hade varit önskvärd och varför vi måste forska mer och djupare om kriser.

Jag är glad för att jag valde att bli makroekonom och att ni valde att komma till denna konferens om *Makropolitik i kris*. Jag hoppas få vara med och se er igen vid den konferens i Lund som arrangeras efter nästa stora kris.

Referenser:

- Bordo, Michael och Lars Jonung (1987), *The Long-Run Behaviour of Velocity. The International Evidence*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Fregert, Klas och Lars Jonung (2014), *Makroekonomi. Teori, politik och institutioner*, Studentlitteratur, Lund.
- Friedman, Milton och Anna Schwarz (1963), *A Monetary History of the United States, 1875-1960*, Princeton.
- Gårdlund, Torsten (1956), *Knut Wicksell. Rebell i det nya riket*, Bonniers, Stockholm.
- Jonung, Christina och Lars Jonung (1972), *Pengar. Teori, politik och institutioner*, Studentlitteratur, Lund.
- Jonung, Lars (1972), "Penningpolitik eller kreditpolitik? Några synpunkter på svensk riksbankspolitik", *Ekonomisk Revy*, nr 6.
- Jonung, Lars (1977), "Knut Wicksells prisstabiliseringsnorm och penningpolitiken på 1930-talet", s 35-83 i Jan Herin och Lars Werin (red), *Ekonomisk debatt och ekonomisk politik*, Norstedts, Lund.
- Jonung, Lars (1978), "En stabil stabiliseringspolitik", *Ekonomisk Debatt*, nr 1.
- Jonung, Lars (1979), "Knut Wicksell's Norm of Price Stabilization and Swedish Monetary Policy in the 1930's", *Journal of Monetary Economics*, nr 4.
- Jonung, Lars (red), (1991), *Devalveringen 1982 - rivstart eller snedtändning?*, SNS förlag, Stockholm.
- Jonung, Lars (1992), "Den svenska prisstabiliseringspolitiken 1931-1939. Riksbanken och Knut Wicksells norm", s 25-38 i *Penningpolitik under rörlig växelkurs*, Sveriges Riksbank, Stockholm.

- Jonung, Lars (1999), *Med backspeglen som kompass - om stabiliseringspolitiken som läroprocess*, Rapport till ESO, Ds 1999:9, Finansdepartementet, Stockholm, mars 1999.
<http://www.regeringen.se/sb/d/108/a/3748>.
- Jonung, Lars (red), (2003), *På jakt efter nytt ankare. Från fast kronkurs till inflationsmål*, SNS, Smedjebacken.
- Jonung, Lars (2015), "Trettio år på *Vägen till ett stabilt Sverige*. Var står vi nu?" kapitel 2 i Birgitta Swedenborg (red), *Svensk ekonomisk politik – då, nu och i framtiden*, Festskrift tillägnad Hans Tson Söderström, Dialogos Förlag, Falun.
- Jonung, Lars, Torun Hedlund-Nyström och Christina Jonung, (red), (2001), *Att uppfostra det svenska folket. Knut Wicksells opublicerade manuskript*, SNS, Stockholm.
- Jonung, Lars, Jaakko Kiander och Pentti Vartia (red), (2009), *The Great Financial Crisis in Finland and Sweden. The Nordic Experience of Financial Liberalization*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Leijonhufvud, Axel (1968), *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, Oxford University Press, London och Toronto.
- Uhr, Carl (1960), *Economic Doctrines of Knut Wicksell*, University of California Press, Berkeley och Los Angeles.

Tack

Allra först vill jag tacka Michael Bergman och Klas Fregert för att de tog initiativet till symposiet som sammanfattas i denna skrift. Här vill jag också inkludera Michaels hustru Ingrid som gav Michael det tips som satte symposiestenen i rullning. Först var jag något kluven till ett 70-årssymposium. Det är inte så lätt att bli påmind om sin ålder. Men sedan det bestämts att symposiet skulle vara på skandinaviska, med korta anföranden om ekonomisk politik och öppen diskussion så blev jag helhjärtat entusiastisk. Michael och Klas har gjort hela arbetet med att organisera och planera symposiet.

Jag vill så tacka Arne Rydes stiftelse för stödet till symposiet. Det är en fantastisk gåva till en 70-åring att få ett symposium som detta. Här går mina tankar till Anders Borglin och Bo Larsson som på ett utmärkt sätt byggt vidare på traditionen från Björn Thalbergs tid som drivande kraft inom Arne Rydes stiftelse, en oskattbar tillgång för den nationalekonomiska institutionen i Lund.

Sedan vill jag tacka alla mina lärare. Här ser jag Axel Leijonhufvud – min handledare från UCLA – som representant för dessa. På biografen i min hemby Svalöv fanns på 1950-talet ett anslag med texten: ”Gratis bio för den som fyllt 70 år och kommer i målsmans sällskap”. Jag känner mig som jag lever upp till andemeningen hos denna tavla – jag har fyllt 70 år och kommer i min handledares sällskap till min egen föreställning.

Till mina lärare vill jag räkna alla som varit mina kollegor, mina medarbetare, mina medförfattare, doktorander och doktorer på Nationalekonomiska institutionen här i Lund, på SNS, Handelshögskolan i Stockholm, regeringskansliet i Rosenbad, Kommissionen i Bryssel och Finanspolitiska rådet. De är ni som har lärt mig och ständigt pressat mig att utveckla mitt tänkande.

Till sist kommer mitt viktigaste tack. Jag vill tacka den enda som läst alla mina texter från utkast till korrektur, som dessutom redigerat, strukit och rättat, gett idéer, lagt till och dragit ifrån, nämligen Christina, min hustru. Hon står för en realistisk och verklighetsnära syn – något som varit mig till storartad hjälp när mina uppslag och hugskott har testas. Och hon har varit med från början.

Nationalekonomi beskrivs ibland som den dystra vetenskapen. För mig har den snarare varit den ystra vetenskapen. Jag har haft roligt i stort sett hela tiden. Jag har haft privilegiet att kunna hoppa från det ena ämnet till det andra – vissa säger att det är min svaghet – och jag har kunnat syssla med det som roat mig på betald arbetstid: att få läsa, skriva och debattera nationalekonomi, att få träffa andra ekonomer och att få arbeta i olika miljöer. Jag har haft stor tur och mycket nöje.

Min förhoppning är att de nya generationer studerande i nationalekonomi som kommer till Lund får samma upplevelse som jag: nationalekonomi är ett utmanande, stimulerande och spännande läroämne.

Lars Jonung

Deltagare

Deltagare med bidrag

Lund

Andersson, Fredrik NG

Jonung, Lars

Lindvall, Johannes

Pålsson, Anne-Marie

Stockholm

Assarsson, Bengt

Bask, Mikael

Hansson, Jesper

Hassler, John

Tson Söderström, Hans

Wadensjö, Eskil

Köpenhamn

Bergman, Michael

Hougaard Jensen, Svend

Irland

Gerlach, Stefan

Island

Gylfasson, Thorvaldur

Norge

Eitheim, Øyvind

Isachsen, Arne Jon

Øksendal, Lars Fredrik

USA

Hutchison, Michael

Leijonhufvud, Axel

Wihlborg, Clas

Tyskland

Trautwein, Hans-Michael

Övriga deltagare

Stockholm

Bornefalk, Anders

Frennberg, Per

Hagberg, Thomas

Hansson, Ingemar

Holmberg, Karolina

Lundahl, Mats

Lundgren, Nils

Modigsson, Johanna

Sandberg Gavatin,
Charlotte

Stymne, Joakim

Linköping

Bjuggren, Per Olof

Göteborg

Sandelin, Bo

Umeå

Löfgren, Karl Gustav

Danmark

Berg, Jesper

Thygesen, Niels

Norge

Steigum, Erling

Bryssel

Lindén, Staffan

Grevesmühl, Oskar

Lund

Andersson, Fredrik

Arnason, Björn Thor

Berg, Aron

Bourdet, Yves

Borglin, Anders

Borgström, Henric

Byström, Hans

Carlson, Benny

Fregert, Klas

Edgerton, David

Ekeblom, Daniel

Haavisto, Tarmo

Hansson, Björn

Hansson, Pontus

Hardardottir, Hjördis

Jonung, Christina

Kenny, Sean

Kruse, Agneta

Larsson, Bo

Lundgren, Bo

Nicander, Eric

Persson, Inga

Petterson, Lars

Petersson, Lennart

Reese, Simon

Runnemark, Emma

Rydenfeldt, Jan

Rydorff, Dag

Thordarsson, Bodil

Sjöholm, Fredrik

Söderström, Lars

Werin, Lars

Westerlund, Joakim

Curriculum vitae

Lars Jonung

Utbildning

Studentexamen, Landskrona högre allmänna läroverk (reallinjen matematisk gren) 1965

Civilekonomexamen, Samhällsvetenskapliga fakulteten vid Lunds universitet 1967

Studier vid Lunds tekniska högskola (sektionen för Teknisk fysik) 1965-66

Doktorsstudier vid Nationalekonomiska institutionen vid Lunds universitet 1967-69

Doktorsstudier vid University of California, Los Angeles (UCLA) 1969-71

Ph. D. vid UCLA 1975

Nuvarande befattning

Professor emeritus, knuten till Knut Wicksells centrum för finansvetenskap,
Ekonomihögskolan, Lunds universitet

Tidigare befattningar

Amanuens, lektor och forskarassistent vid Nationalekonomiska institutionen vid Lunds
universitet 1967-88

Forskare vid Konjunkturinstitutet 1981

Docent vid Lunds universitet 1981

Professor vid Lunds universitet 1987

Professor vid Handelshögskolan, Stockholm 1988-2000

Ekonomisk rådgivare till statsminister Carl Bildt, statsrådsberedningen 1992-94

Forskningsrådgivare, DG ECFIN, Europeiska Kommissionen, Bryssel 2000-10

Seniorprofessor vid Ekonomihögskolan i Lund 2011-14

Övrigt:

Sakkunnig i prisregleringskommittén 1977-81 (särskilt yttrande i SOU 1981:40, bilaga 2, 3 och 4 i SOU 1981:41 samt bilaga 10 och 11 (bägge med Ingemar Hansson) i SOU 1981:42)

Medlem i redaktionen för tidskriften *Ekonomisk Debatt* 1976-80

Medlem i redaktionsrådet för tidskriften *Ekonomisk Debatt* 1983-2000

Medlem i SNS Konjunkturråd 1985-88 samt 1996

Vetenskaplig rådgivare till Skandinaviska Enskilda Banken 1989-91

Medverkan i statliga utredningar:

Kreditpolitiska utredningen (expertrapport i SOU 1982:53)

Långtidsutredningen 1995 (bilaga 13 med Michael Bergman)

EMU-utredningen (bilaga 1 i SOU 1996:158 med Michael Bordo)

Demokratiutredningen (skrift nr 22 i SOU 1999:56)

Finansmarknadsutredningen (bilaga 5 med Pontus Hansson i volym A av SOU 2000:11)

Kommittén för stabiliseringspolitik för full sysselsättning vid svenskt medlemskap i valutaunionen (bilaga 3 i SOU 2002:16)

Medlem av Finanskriseutvalget (NOU 2011:1) och författare av "Lärdomar från den svenska finanskrisen", kapitel 5 i *Saertrykk til NOU 2011:1. Notater utarbeidet til finanskriseutvalgets arbeid*

Ledamot av Kungl. Ingenjörsvetenskapsakademien, avd IX, 1996

Gästprofessor vid University of Virginia, Charlottesville, vårterminen 1976 och vid University of Oregon, Eugene, sommarterminen 1987

Gästforskare vid Harvard, vårterminen 1987

Konsult kortare period vid EFTA, Genève, 1986, och vid IMF, Washington, 1994

Artiklar i SDS, DN och SvD m fl tidningar, kolumnist i *Kvällsposten* 1979-80, *Liberala Nyhetsbyrån* 1980-84 och *Dagens Nyheter* 2002-11

Medlem av Finanspolitiska rådet 2010-11

Ordförande för Finanspolitiska rådet 2011-13

Ordförande för en utvärdering av det irländska finanspolitiska rådet (publicerad som "How is the Irish Fiscal Advisory Council Performing? An Independent Evaluation of the First Years of IFAC"), Dublin, 2015

Skriftförteckning

Lars Jonung

Skriftförteckningen följer en kronologisk ordning. Den omfattar vetenskapliga och populärvetenskapliga bidrag samt några bidrag som enbart publicerats som working papers eller som uppsatser för konferenser. Tidningsartiklar är förtecknade i nästa sektion.

1972-1979

Pengar. Teori, politik och institutioner (med Christina Jonung), *Studentlitteratur*, Lund 1972, andra omarbetade upplagan 1977.

”Den nya monetarismen”, *Ekonomisk Revy*, nr 2, 1972.

”Penningpolitik eller kreditpolitik. Några synpunkter på svensk riksbankspolitik”, *Ekonomisk Revy*, nr 6, 1972.

”Swedish Central Bank Policy in the Post-War Period: Some Comments”, *Kredit und Kapital*, Duncker & Humblot, Berlin, s 322-343, nr 3, årg 6, 1973.

”Den svenska penningmängden 1871-1971”, *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalskrift*, nr 4, 1973. Engelsk version: ”The Swedish Money Stock 1871-1971”, *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review*, nr 4, 1973.

Förord till Lionel Robbins, *De klassiska ekonomernas samhällssyn*, Natur och Kultur, Stockholm, s 7-16, 1973.

”Prisreglering som stabiliseringspolitiskt instrument”, *Ekonomisk Debatt*, nr 7, 1973.
<http://nationalekonomi.se/filer/pdf/1-7-lj.pdf>

”Cementfusionen - bör den stoppas?” (med Bengt Nilsson), *Ekonomisk Debatt*, nr 8, 1973.
<http://nationalekonomi.se/filer/pdf/1-8-ljbn.pdf>

”Den svenska penningmängdens bestämningsfaktorer 1871-1971”, *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalskrift*, nr 4, 1974. Engelsk version: ”The Proximate Determinants of the Swedish Money Stock, 1871-1971”, *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review*, nr 4, 1974.

- ”Penningmängd och penningpolitik under efterkrigstiden”, s 136-185 i Bo Södersten (red), *Svensk ekonomi*, andra upplagan, Stockholm 1974. Omarbetad version ingår i *Svensk ekonomi*, tredje upplagan, 1982.
- ”Studies in the Monetary History of Sweden”, Ph.D. dissertation, UCLA, Los Angeles, 1975.
- ”Sources of Growth in the Swedish Money Stock, 1871-1971”, *Scandinavian Journal of Economics*, s 611-627, årg 78, 1976.
- ”Inflationen som skatt”, *Ekonomisk Debatt*, nr 8, 1976. <http://nationalekonomi.se/filer/pdf/4-8-lj.pdf>
- ”Money and Prices in Sweden 1732-1972”, i G. Zis och M. Parkin (red), *World Inflation*, Manchester University Press, 1976. Reviderad version i *Scandinavian Journal of Economics*, nr 1, 1976.
- ”Kontrollen av den svenska penningmängden”, *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalskrift*, nr 1, 1976. Engelsk version: ”The Control of the Swedish Money Stock”, *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review*, nr 1, 1976.
- Recension av *Knut Wicksells tryckta skrifter 1868-1950* (av Erik J. Knudtzon, utgiven av Torun Hedlund-Nyström, CWK Gleerup, 1976), *Statsvetenskaplig Tidskrift*, nr 2, 1977.
- ”Knut Wicksells prisstabiliseringsnorm och penningpolitiken på 1930-talet”, s 35-83 i Jan Herin och Lars Werin (red), *Ekonomisk debatt och ekonomisk politik*, Norstedts, Lund, 1977. (Engelsk version publicerad i *Journal of Monetary Economics* 1979.)
- ”Prisbildningen i den norska ekonomin 1960-1969. En kommentar” (med Eskil Wadensjö), *Statsökonomisk Tidskrift*, nr 1, 1978.
- Recension av *Confessions of a Price Controller* (av C. Jackson Grayson, Irwin, 1974), *Ekonomisk Debatt*, nr 8, 1978.
- ”Wages and Prices in Sweden 1922-1971” (med Eskil Wadensjö), *Economy and History*, s 104-112, årg 21, 1978.
- ”En stabil stabiliseringspolitik”, *Ekonomisk Debatt*, nr 1, 1978.
<http://nationalekonomi.se/filer/pdf/6-1-lj.pdf>
- ”The Legal Framework and the Economics of Private Bank Notes in Sweden, 1831-1902”, s 185-201 i Göran Skogh (red), *Law and Economics. Report from a Symposium in Sweden 1977*, Skrifter utgivna av Juridiska Föreningen i Lund, nr 28, Lund, 1978.
- ”The Long-Run Demand for Money. A Wicksellian Approach”, *Scandinavian Journal of Economics*, nr 2, 1978. Även i Steinar Ström och Björn Thalberg (red), *The Theoretical Contributions of Knut Wicksell*, Macmillan, 1980.
- Recension av *Benckerts testamente. Konfidentiella anteckningar angående bankinspektionens verksamhet* (utgiven av Ernst Söderlund, Stockholm 1976), *Ekonomisk Debatt*, nr 3, 1979. <http://nationalekonomi.se/filer/pdf/7-3-lj.pdf>
- ”Konjunkturteorin och 30-talskrisen”, *Ekonomisk Debatt*, nr 4, 1979.
<http://nationalekonomi.se/filer/pdf/7-4-lj.pdf>

- ”Wages and Prices in Sweden, 1912-1921. A retrospective Test” (med Eskil Wadensjö), *Scandinavian Journal of Economics*, s 60-71, årg 81, 1979.
- ”Knut Wicksell and Gustav Cassel on Secular Movements in Prices”, *Journal of Money, Credit and Banking*, s 165-181, årg 11, nr 2, 1979.
- ”Knut Wicksell's Norm of Price Stabilization and Swedish Monetary Policy in the 1930's”, *Journal of Monetary Economics*, s 459-496, årg 6, nr 4, 1979.
- ”The Effect of Unemployment, Inflation and Real Income Growth on Government Popularity in Sweden” (med Eskil Wadensjö), *Scandinavian Journal of Economics*, s 343-353, årg 81, 1979. Även i Steinar Ström (red), *Measurement in Public Choice*, Macmillan, 1981.
- ”Ekonomi och politik i Sverige 1896-1948. En kommentar till en artikel av Kurt Rydén” (med Eskil Wadensjö), *Statsvetenskaplig Tidskrift*, nr 2, 1979.
- ”Cassel, Davidson and Heckscher on Swedish Monetary Policy. A Confidential Report to the Riksbank in 1931”, *Economy and History*, nr 2, 1979.
- Kommentarer och repliker i *Ekonomisk Debatt* under 1973-1980: (Dessa kan hämtas från hemsidan för *Ekonomisk Debatt* – se <http://nationalekonomi.se/ED-arkiv>.)
- ”Skogspolitik och optimalitet” (med Christina Jonung), nr 4, 1973
 - ”Skogspolitik och optimalitet II” (med Christina Jonung), nr 5, 1973
 - ”Den svåra riksbankspolitiken” (med Christina Jonung), nr 7, 1973
 - ”Prisreglering i teori och praktik”, nr 2, 1974
 - ”Riksbankspolitik eller bostadspolitik?”, nr 3, 1974
 - ”Är den svenska ekonomin annorlunda?” (med Eskil Wadensjö), nr 4, 1975
 - ”Det annorlunda 1970-talet” (med Eskil Wadensjö), nr 6, 1975
 - ”Mät prisförväntningarna!” (med Ingemar Ståhl), nr 6, 1975
 - ”Faktisk och förväntad inflation 1975-76” (med Ingemar Ståhl), nr 8, 1976
 - ”Ja, det är dags! Replik till Walberg”, nr 3, 1977
 - ”Bankinspektionen och kreditmarknaden”, nr 4, 1977
 - ”Det tröga samhället”, nr 7, 1978
 - ”Svar till Nilsson och Pettersson: Trettioåret en sista gång”, nr 7, 1979
 - ”Svar till Sjöo: Den lärorika utlandsupplåningen”, nr 1, 1980
- Underledare i *Ekonomisk Debatt* under 1977-1980: (Dessa kan hämtas från hemsidan för *Ekonomisk Debatt* – se <http://nationalekonomi.se/ED-arkiv>.)
- ”Dags att inspektera Bankinspektionen”, nr 1, 1977
 - ”En stor skattereform”, nr 5, 1977
 - ”En juldikt till riksbankschefen”, nr 8, 1977
 - ”Avskaffa valutaregleringen”, nr 3, 1978
 - ”Volvo och Norge”, nr 6, 1978

- ”Volvo och rättssamhället”, nr 1, 1979
- ”Den goda utlandsupplåningen”, nr 6, 1979
- ”Sätt Knut Wicksell på 500-kronorssedeln!”, nr 2, 1980

1980-89

- ”Den svenska Phillipskurvan” (med Eskil Wadensjö), *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalsskrift*, nr 1-2, 1980. Engelsk version: ”The Swedish Phillips Curve”, *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review*, nr 1-2, 1980.
- Redigering och förord till en artikelsamling från ”The Arne Ryde Symposium on the Economic Theory of Institutions” (med Ingemar Ståhl), *Statsvetenskaplig Tidskrift*, nr 5, 1980.
- ”The Long Run Behavior of Income Velocity of Circulation: A Cross Country Comparison of Five Advanced Countries 1870-1975” (med Michael Bordo), *Economic Inquiry*, januari, 1981.
- ”Kommentar till 1981 års finansplan”, med inlägg av Gösta Boman m.fl., *Ekonomisk Debatt*, nr 1, 1981. <http://nationalekonomi.se/filer/pdf/9-1-lj.pdf>
- Introduktion till och redigering av ”Ricardo on Machinery and the present Unemployment: An unpublished Manuscript by Knut Wicksell”, *Economic Journal*, s 195-205, årg 91, nr 361, 1981.
- ”The Depression in Sweden and the United States. A Comparison of Causes and Policies”, kapitel 16 i Karl Brunner (red), *The Great Depression Revisited*, Martinus Nijhoff, Boston/The Hague/London.
- ”An Empirical Identification of the Swedish Money Stock”, *Scandinavian Journal of Economics*, nr 2, 1981.
- Medverkan i Prisregleringskommittén:
- Särskilt yttrande till prisregleringskommitténs slutbetänkande ”Angående nedläggning av statens pris- och kartellnämnd m m”, s 148-153 i SOU 1981:40, *Prisreglering mot inflation?*, slutbetänkande av prisregleringskommittén. http://weburn.kb.se/metadata/593/SOU_7260593.htm
- ”Priskontrollens politiska ekonomi. Några observationer”, bilaga 2 i SOU 1981:41. http://weburn.kb.se/metadata/594/SOU_7260594.htm
- ”Uppfattad och förväntad inflation i Sverige”, bilaga 3 i SOU 1981:41. http://weburn.kb.se/metadata/594/SOU_7260594.htm
- ”Inflationsuppfattningen och prisregleringspolitiken 1978-1980”, bilaga 4 i SOU 1981:41. http://weburn.kb.se/metadata/594/SOU_7260594.htm

- ”En ekonometrisk studie av prisregleringspolitikens effekter på den svenska inflationen under 1970-talet” (med Ingemar Hansson), bilaga 10 i SOU 1981:42.
http://weburn.kb.se/metadata/595/SOU_7260595.htm
- ”Inflationsprognoser och inflationsutfall. En studie av Konjunkturinstitutets prisprognoser” (med Ingemar Hansson), bilaga 11 i SOU 1981:42.
http://weburn.kb.se/metadata/595/SOU_7260595.htm
- ”Perceived and Expected Rates of Inflation in Sweden”, *American Economic Review*, s 961-968, nr 5, 1981.
- ”Den svenska prisregleringspolitiken under 1970-talet”, *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalskrift*, nr 3-4, 1981. Engelsk version: ”Price Control Policy in Sweden during the 1970s”, *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review*, nr 3-4, 1981. (Den engelska versionen ingår som kapitel 18 i Hugh Rockoff (red), *Price Controls*, Elgar Reference Collection, Edward Elgar, 1992. Denna volym ingår i *The International Library of Macroeconomic and Financial History*.)
- ”De svenske erfaringerne i 1970-årene”, i Arne Jon Isachsen och Knut Eggum Johansen (red), *Hva vet vi om inflasjon?*, Gyldendal Norsk Forlag, Oslo, s 153-166, 1982.
- ”Affärsbankernas obligationsinnehav 1880-1980”, s 249-269 i *Kreditpolitiken. Fakta, teorier och erfarenheter*, expertrapporter från kreditpolitiska utredningen, SOU 1982:53, Ekonomidepartementet, Stockholm.
http://weburn.kb.se/metadata/258/SOU_7261258.htm
- Redigering av och förord till *Ekonomi under debatt: Skatter*, Liber förlag, 1982. (I samarbete med Nationalekonomiska föreningen och *Ekonomisk Debatt*.)
- ”Lessons from Swedish Stabilization Policy in the 1970's”, *National Westminster Bank Quarterly Review*, s 21-34, 1983.
- Redigering av och förord till *Ekonomi under debatt: U-landsekonomi*, Liber förlag, april 1983. (I samarbete med Nationalekonomiska föreningen och *Ekonomisk Debatt*.)
- Redigering av och förord till *Ekonomi under debatt: Konjunkturpolitik*, Liber förlag, oktober 1983. (I samarbete med Nationalekonomiska föreningen och *Ekonomisk Debatt*). Ny omarbetad upplaga *Ekonomi under debatt: Stabiliseringspolitik*, SNS förlag, januari 1989.)
- ”Monetization and the Behavior of Velocity in Sweden, 1871-1913”, *Explorations in Economic History*, s 418-439, årg 20, 1983.
- ”Money and Prices in Sweden, 1871-1970. A Comment”, *Scandinavian Journal of Economics*, s 433-436, årg 85, 1983.
- ”Swedish Experience under the Classical Gold Standard 1873-1913”, i Michael Bordo och Anna Schwartz (red), *The Classical Gold Standard in Retrospective*, University of Chicago Press/National Bureau of Economic Research, 1984.
- Recension av *Ekonomiska kriser förr och nu* (av Erik Lundberg), *Ekonomisk Debatt*, nr 4, 1984.
<http://nationalekonomi.se/filer/pdf/12-4-lj.pdf>

- Prisregleringen, företagen och förhandlingsekonomin*, under medverkan av Jan Rydenfelt och med förord av Erik Dahmén, SNS, Kristianstad, 1984.
- ”Prisregleringen som förhandlingsprocess”, *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalskrift*, nr 3, 1984. Engelsk version: ”Price Controls as a Bargaining Process”, *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review*, nr 3, 1984.
- Kommentar till Lars Calmfors och Henrik Horn ”Classical Unemployment, Accommodation Policies and the Adjustment of Real Wages”, *Scandinavian Journal of Economics*, s 262-266, nr 2, 1985.
- Medverkan i SNS Konjunkturråd 1985. Huvudansvarig för kapitel 4 i Hans Tson Söderström (utg), *Vägen till ett stabilare Sverige*, SNS, 1985. Övriga medverkande: Ingemar Hansson, Johan Myhrman och Hans Tson Söderström.
- ”Marknadsekonomin stabilitet”, inlägg under ”Repliker och kommentarer” i *Ekonomisk Debatt*, nr 1, 1985. <http://nationalekonomi.se/filer/pdf/13-1-lj.pdf>
- ”Which model do people carry in their minds when they forecast inflation rates?”, seminar paper nr 1, National Institute of Economic Research (Konjunkturinstitutet), Stockholm, oktober, 1984.
https://www.researchgate.net/publication/248431889_Which_model_do_people_carry_in_their_minds_when_they_forecast_inflation_rates
- Korta presentationer av Bertil Ohlin (s 563-564) och Knut Wicksell (s 898) i A. Kuper och J. Kuper (red), *Social Science Encyclopaedia*, Routledge-Kegan Paul, London, 1985.
- ”Are Perceptions of Inflation Rational? Some Evidence for Sweden” (med David Laidler), *American Economic Review*, s 1080-1087, 1985.
- Medverkan i katalogen för utställningen *Knut Wicksell. Rebell i det Nya Riket* på Lunds universitetsbibliotek 18/3-27/4 1985 med bidraget ”Knut Wicksell – Nationalekonomen”.
- ”Konjunkturer och politiska förändringar i Sverige”, *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalskrift*, nr 2, 1985. Engelsk version: ”Business Cycles and Political Changes in Sweden”, *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review*, nr 2, 1985.
- ”International Financial Crisis and the Swedish Economy 1857-1933”, s 254-264 i F. Capie och G. Wood (red), *Financial Crises and the World Banking System*, MacMillan, London, 1986. (Kommentar till kapitel 6 av Michael Bordo ”Financial Crises, Banking Crises, Stock Market Crashes and the Money Supply: Some International Evidence, 1870-1933”).
- Medverkan i SNS Konjunkturråd 1986. Huvudansvarig för kapitel 3 och 6 i Hans Tson Söderström (utg), *Nya spelregler för tillväxt*, SNS, 1986. Övriga medverkande: Lars Calmfors, Ingemar Hansson, Johan Myhrman och Hans Tson Söderström.
- ”Information Theory and Group Differences in Inflation Expectations” (med Roy Batchelor), seminar paper nr 4, National Institute of Economic Research (Konjunkturinstitutet), Stockholm, november, 1986. ISSN 0282-5392.

- "The Origins of Hysteresis, the Corridor, and the Political Economy of Full Employment in the OECD, 1955-1986" (med Bradford De Long), paper prepared for a NBER conference in Tokyo, 1986.
- "The Regime Rate of Inflation in the EFTA Countries", occasional paper, no. 15, EFTA, Geneva, 1986. ISSN 0258-8560.
- "Uncertainty of Inflationary Perceptions and Expectations" *Journal of Economic Psychology*, s 315-325, årg 7, september, 1986.
- "Den finansiella avregleringen i Sverige", *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalskrift*, nr 4, 1986. Engelsk version: "Financial Deregulation in Sweden", *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review*, nr 4, 1986.
- "Rational, Adaptive and Learning Behavior of Voters. Evidence from Disaggregated Popularity Functions for Sweden" (med Eskil Wadensjö), *Public Choice*, s 197-210, 1987.
- The Long-Run Behaviour of Velocity. The International Evidence* (med Michael Bordo), Cambridge University Press, 1987. (Separata kapitel även publicerade som "The Global Velocity Curve 1952-1982", NBER working paper nr 2074, november, 1986, samt "The Stochastic Properties of Velocity. A New Interpretation" (bägge med Michael Bordo), NBER, working paper nr 2255, maj, 1987.) (Recenserad av James D. Hamilton, *Journal of Monetary Economics*, s 335-344, 1989.)
- "Opulerat manuskript av Knut Wicksell med en kapitalteoretisk modell" (med Torun Hedlund-Nyström och Bo Sandelin), *Ekonomiska Samfundets Tidskrift*, s 123-136, nr 3, 1987.
- "Principerna för en rättvis beskattning. Ett opulerat manuskript av K. Wicksell" (med Torun Hedlund-Nyström), kommentar till Knut Wicksell *Om en ny princip för rättvis beskattning*, Timbro, 1987. En längre version finns som "Inledning till Knut Wicksell 'Principerna för en rättvis beskattning'", *Ekonomisk Debatt*, s 35-40, nr 1, 1987. <http://nationalekonomi.se/filer/pdf/15-1-lj.pdf>
- "The Stockholm School After Fifty Years: A Conversation with Lars Jonung", *Eastern Economic Journal*, s 93-97, vol 13, 1987. (Artikeln bygger på en presentation vid AEA-mötet i New Orleans, december 1986.)
- "Stockholmskolan - vart tog den vägen?", *Ekonomisk Debatt*, nr 4, 1987. <http://nationalekonomi.se/filer/pdf/15-4-lja.pdf>
- "Ekonomporträttet. Intervju med Gunnar Myrdal av Lars Jonung", *Ekonomisk Debatt*, nr 4, 1987. <http://nationalekonomi.se/filer/pdf/15-4-ljb.pdf>
- "Confidence about Inflation Forecasts: Evidence from Surveys of Swedish Consumers" (med Roy Batchelor), s 179-201 i Karl Heinrich Oppenländer och Günter Poser (red), *Contributions of Business Cycle Surveys to Empirical Economics*, Avebury Gower, 1988.
- "Some Qualms about the Test of the Institutional Hypothesis of the Long-Run Behavior of Velocity: Reply", *Economic Inquiry*, s 547-549, årg 26, 1988.

- Kommentar till ”Finanspolitiken och den ekonomiska politiken”, Nationalekonomiska Föreningens förhandlingar, *Ekonomisk Debatt*, nr 3, 1988.
<http://nationalekonomi.se/filer/pdf/16-3-for.pdf>
- Recension av *Konjunkturinstitutet under Erik Lundbergs tid*, (redaktör Rolf G. Henriksson), *Ekonomisk Debatt*, nr 8, 1988. <http://nationalekonomi.se/filer/pdf/16-8-lja.pdf>
- ”Knut Wicksell's Unpublished Manuscripts. A First Glance”, *European Economic Review*, s 503-511, 1988.
- ”Prisregleringspolitiken 1970-87”, s 81-103 i Göran Normann (red), *Prissätt, avreglera, privatisera. En debattbok om den offentliga sektorn*, Industriförbundets förlag, Ödeshög, 1988.
- Medverkan i SNS Konjunkturrådet 1988. Huvudansvarig för kapitel 8 (”Privilegiejakten”) i *Hur skall välfärden fördelas?* SNS, 1988 med Hans Tson Söderström som utgivare. (I rådet ingick även Lars Calmfors, Ingemar Hansson, Johan Myhrman och Hans Tson Söderström).
- ”Knut Wicksell on Unemployment”, *History of Political Economy*, s 27-42, årg 21, 1989.
- ”Gustav Cassels artiklar i Svenska Dagbladet 1903-1944” (med Benny Carlson), meddelande nr 62, Ekonomisk-historiska institutionen, Lunds universitet, november 1989.
- Inflation och ekonomisk politik i Sverige*, Dialogos, Lund, 1989. (En antologi byggd på publicerade uppsatser.)
- ”Knut Wicksell. Ekonomporträtt”, *Ekonomisk Debatt*, nr 5, 1989. Uppsatsen ingår också i Christina Jonung och Ann-Charlotte Ståhlberg (red), *Ekonomporträtt - svenska ekonomer under 300 år*, SNS förlag, 1990. En omarbetad version ingår också i Christina Jonung och Ann-Charlotte Ståhlberg (red), *Svenska nationalekonomer under 400 år*, Dialogos, 2014. <http://nationalekonomi.se/filer/pdf/17-5-lj.pdf>

1990-1999

- The Political Economy of Price Controls. The Swedish Experience 1970-1985*, med förord av Mancur Olson, Avebury, 1990. (Recenserad av Gordon Tullock i *Scandinavian Journal of Economics*, nr 1, 1991. Utvidgad och översatt version av *Prisregleringen, företagen och förhandlingsekonomin*, SNS, Kristianstad, 1984.)
- ”The Long-Run Behavior of Velocity: The Institutional Approach Revisited” (med Michael Bordo), *Journal of Policy Modeling*, s 165-197, nr 2, vol 12, 1990. (Omtryckt i David Laidler (red), *The Foundations of Monetary Economics*, vol 1, Edward Elgar Publishing, 1999.
- Redaktör för samt författare till ”Inflationsförväntningarna i Sverige”, s. 210-225 i *Nya fält för marknadsekonomin. En bok tillägnad Ingemar Ståhl*, SNS förlag, Kristianstad 1990.

- ”Inflationsförväntningarna i Sverige”, *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalskrift*, nr 1, 1990. English version: ”Inflationary Expectations in Sweden”, *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review*, nr 1, 1990. (En längre version publicerad i *Nya fält för marknadsekonomin. En bok tillägnad Ingemar Ståhl*, SNS förlag, Kristianstad 1990.)
- Efterord till en nytugåva av Torsten Gårdlund, *Knut Wicksell. Rebell i det nya riket*, SNS förlag, 1990.
- ”Stabilization Policies and Economic Performance in France and Sweden 1970-1990” (med Yves Bourdet), *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review* 1-2, 1991. (Denna artikel finns enbart på engelska. *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalskrift* upphörde 1990.)
- Redaktör för *The Stockholm School of Economics Revisited*, författare av *Introduction and Summary*, Cambridge University Press, 1991.
- Redaktör för *Devalveringen 1982 - rivstart eller snedvändning?*, författare till ”Introduktion och sammanfattning”, s 10-41, SNS förlag, 1991.
- ”Economics the Swedish Way 1889-1989”, kapitel 2 i Lars Engwall (red), *Economics in Sweden. An Evaluation of Swedish Research in Economics*, Routledge, London and New York, 1992.
- ”Is the Norwegian Business Cycle Asymmetric?” (med Michael Bergman), kapitel 8, s 107-126, i Kumaraswamy Velupillai (red), *Nonlinearities, Disequilibria and Simulation. Essays in Honour of Björn Thalberg*, Macmillan, London, 1992.
- Monetary Reform for a Free Estonia. A Currency Board Solution* (med Steve H. Hanke och Kurt Schuler), SNS förlag, 1992. (Utgiven på estniska som *Rahareform Vabale Eestile*, Tartu University Press, Tartu 1992. Recenserad av Boo Sjöo i *Ekonomisk Debatt*, nr 8, 1992.)
- ”External Influences in Nordic Business Cycles, 1870-1988” (med Michael Bergman och Stefan Gerlach), *Open Economies Review*, s 1-22, vol 3, 1992.
<http://www.springerlink.com/content/q6721263hwn55705/fulltext.pdf?page=1>
- ”Svensk arbetsmarknad under deflation. Erfarenheterna av lönesänkningar under 1920- och 1930-talet” (med Klas Fregert), kapitel 7 i *Lönebildning i förändring*, Lidköping, 1992.
- ”Den svenska prisstabiliseringspolitiken 1931-1939. Riksbanken och Knut Wicksells norm”, s 25-38 i *Penningpolitik under rörlig växelkurs*, Sveriges Riksbank, december, 1992. Engelsk version: ”Swedish Price-Stabilization Policy, 1931-1939. The Riksbank and Knut Wicksell's Norm”, i *Monetary Policy with a Flexible Exchange Rate*, Sveriges Riksbank, december, 1992.
- ”En valutareform för Estland brådskar”, *Svensk Tidskrift*, s 106-111, nr 2-3, årg 79, 1992.
- ”Från merkantilism till frihandel”, s 17-23 i *Frihet och ansvar i stället för reglering*, SAF, Stockholm, 1993.
- ”The Rise and Fall of Credit Controls: The Case of Sweden 1939-89”, kapitel 11 i Michael Bordo och Forrest Capie (red), *Monetary Regimes in Transition*, Cambridge University Press, Cambridge, 1993.

”The Business Cycle Has Not Been Dampened: The Case of Sweden and the United States 1873-1988” (med Michael Bergman), *Scandinavian Economic History Review*, s 18-36, 1993.

Redaktör för *Swedish Economic Thought. Explorations and Advances*, Routledge, London and New York, 1993. Författare till ”Introduction and Summary” samt till ”Knut Wicksell on Forestry: A Note” (med Torun Hedlund-Nyström, Karl-Gustaf Löfgren och Bo Sandelin).

”The Rise and Fall of the Scandinavian Currency Union 1873-1920” (med Michael Bergman och Stefan Gerlach), *European Economic Review*, s 507-517, årg 37, 1993.

Del IV. *Riksbankens politik 1945-1990* i Lars Werin (red), *Från räntereglering till inflationsnorm. Det finansiella systemet och Riksbankens politik 1945-1990*, SNS förlag, Kristianstad, 1993.

Kapitel 12: ”Riksbankens politik 1945-1990. En krönika”.

Kapitel 13: ”Kreditregleringarnas uppgång och fall”.

Kapitel 14: ”Riksbanken i regleringsekonomi. Mötena mellan riksbanken och affärsbankerna 1956-1973”.

Kapitel 15: ”Beslutsfattarnas syn på riksbankens politik”.

Kapitel 16: ”Riksbankens politik 1945-1990. En syntes”.

Russian Currency and Finance. A Currency Board Approach to Reform (med Steve H. Hanke och Kurt Schuler), Routledge, 1993. (Recenserad av Anna Schwartz i *Economic Affairs* och av Gavin Peebles i *Economic Journal*.)

Inledare rörande ”Den ekonomiska politiken, institutionella förändringar och deras förankring i folkopinionen”, Nationalekonomiska Föreningens förhandlingar 1993-10-26, *Ekonomisk Debatt*, nr 1, 1994. <http://nationalekonomi.se/filer/pdf/22-1-for.pdf>

”1990-talets ekonomiska kris i historisk belysning”, efterskrift till Erik Lundberg, *Ekonomiska kriser förr och nu*, nyttgåva, 1994, SNS Förlag. (Längre version i Occasional paper, nr 57, juni, 1994, SNS.)

”The Business Cycle has not been dampened: A Reply” (med Michael Bergman), *Scandinavian Economic History Review*, s 286-290, 1994.

Svenskt och internationellt konjunkturbeteende (med Michael Bergman), bilaga 13 till *Långtidsutredningen 1995*, finansdepartementet, Stockholm, 1994. ISBN 91-38-13717-8. http://weburn.kb.se/metadata/566/SOU_7265566.htm

Kapitel 1: ”Stabiliseringspolitiska regimer i Sverige”.

Kapitel 2: ”Svenskt konjunkturbeteende under olika stabiliseringspolitiska regimer”.

Kapitel 3: ”Orsakas konjunkturen av efterfrågestörningar eller utbudsstörningar? En internationell jämförelse”.

Kapitel 4: ”Externa impulser i den svenska ekonomin”.

- ”Off Gold and back again. Finnish and Swedish Monetary Policies 1914-1925” (med Tarmo Haavisto), kapitel 8 i Charles H. Feinstein (red), *Banking, Currency, and Finance in Europe between the Wars*, Oxford University Press, 1995.
- ”Finansplanen 1995-96”, inlägg, Nationalekonomiska Föreningens förhandlingar, *Ekonomisk Debatt*, nr 1, 1995. <http://nationalekonomi.se/filer/pdf/23-1-for.pdf>
- Redaktör för *Ekonomisk politik i omvandling*, EFI:s årsbok, november 1995. (Författare av ”Introduktion”, s 11-16.)
- ”Economic Growth and the Swedish Model” (med Magnus Henrekson och Joakim Stymne), kapitel 9 i N. Crafts och G. Toniolo (red), *Economic Growth in Europe Since 1945*, Cambridge University Press, 1996.
- ”Monetary Regimes, Inflation and Monetary Reform: An Essay in Honor of Axel Leijonhufvud” (med Michael Bordo), kapitel 4 i Daniel Vaz och Kumaraswamy Velupillai (red), *Inflation, Institutions and Information: Essays in Honour of Axel Leijonhufvud*, McMillan, 1996.
- ”Depression in the North - Boom and Bust in Sweden and Finland, 1985-1993” (med Hans Tson Söderström och Joakim Stymne), *Finnish Economic Papers*, (Special issue: The Finnish Economic Crisis of the 1990s), s 55-71, nr 1, vol 9, 1996.
- Kapitel 6 och 7 i SNS konjunkturårsrapport 1996, Nils Lundgren (red), *Vad vill Sverige med EU?*, SNS förlag, 1996. (Övriga medverkande: Carl B Hamilton, Ulf Jakobsson, Nils Lundgren och Niels Thygesen.)
- ”Inflation and Switches between Specie and Paper Standards in Sweden 1668-1931: A Public Finance Interpretation” (med Klas Fregert), *Scottish Journal of Political Economy*, s 444-467, nr 4, vol 43, september, 1996.
- Förord till Torsten Gårdlund, *The Life of Knut Wicksell*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, 1996.
- ”Sverige och EMU. Vilken väg bör vi välja?”, s 157-168 i *Skall Sverige ansluta sig till valutaunionen EMU?*, Utbildningsförlaget Brevskolan, Stockholm, 1996.
- ”Ekonomisk politik. En vänbok till Assar Lindbeck”, *Ekonomisk Debatt*, nr 3, 1996. <http://nationalekonomi.se/filer/pdf/24-3-lj.pdf>
- Redaktör för *Ekonomerna i debatten - gör de någon nytta?*. Författare av ”Inledning”, s 9-31 samt ”Hur såg de stora nationalekonomerna på sin roll i samhällsdebatten?” (med Benny Carlson), s 89-112, Ekerlids förlag, 1996. (Ett sammandrag publicerat som ”Nationalekonomen - forskare eller samhällsdebattör” i *Framtider*, s 21-25, nr 1, 1997.)
- ”Comment on Albert Ritschl: Sustainability of High Public Debt: What the Historical Record Shows”, *Swedish Economic Policy Review*, s 199-201, nr 1, årg 3, 1996.
- ”Bör Finland och Sverige bilda en valutaunion?” (med Fredrik Sjöholm), *Ekonomiska Samfundets Tidskrift*, oktober, 1996.

- ”Internationella växelkurssystem och valutaunioner: några lärdomar rörande Sverige och EMU” (med Michael Bordo), bilaga 1 till SOU 1996:158.
http://weburn.kb.se/metadata/072/SOU_7266072.htm
- ”Assar Lindbeck, IIES och svensk nationalekonomi. Svar till Lars Calmfors”, *Ekonomisk Debatt*, nr 8, 1996. <http://nationalekonomi.se/filer/pdf/24-8-lj.pdf>
- ”The Great Regime Shift: Asset Markets and Economic Activity in Sweden, 1985-93” (med Joakim Stymne), kapitel 1 i F. Capie och G. Wood (red), *Asset Prices and the Real Economy*, Macmillan, London, 1997.
- ”The Common Development of Institutional Change as Measured by the Income Velocity of Money: A Century of Evidence from Five Industrialized Countries” (med Michael Bordo och Pierre Siklos), *Economic Inquiry*, s 710-724, oktober, 1997.
- ”The History of Monetary Regimes including Monetary Unions. Some Lessons for Sweden and the EMU” (med Michael Bordo), *Swedish Economic Policy Review*, s 285-358, nr 2, vol 4, 1997.
- ”Finansplanen 1997”, inbjuden kommentator vid debatten i september 1996.
 Nationalekonomiska Föreningens förhandlingar, *Ekonomisk Debatt*, nr 1, 1997.
<http://nationalekonomi.se/filer/pdf/25-1-forh.pdf>
- ”Finance and Economic Growth: The Case of Sweden 1834-1991” (med Pontus Hansson), *Research in Economics*, s 275-301, 1997.
- ”Framtidens stabiliseringspolitik. Svensk makropolitik igår, idag och imorgon”, kapitel 2 i Åke Andersson (red), *Bostadspolitik under 2000-talet*, SNS, juni, 1997.
- ”Finland och EMU utifrån teorin om optimala valutaområden” (med Fredrik Sjöholm), rapport för den finländska EMU-expertgruppen, (Valtioneuoston kanslian julkaisusarja 1997/16), Helsingfors, april, 1997.
- Kort presentation ”Wicksell, Johan Gustav Knut (1851-1926)” (med Claes-Henric Siven), s 719-721, i David Glasner (red), *Business Cycles and Depressions. An Encyclopedia*, Garland Publishing, New York & London, 1997.
- ”Hur ser ett 'optimalt' valutaområde ut för Sverige?” (med Fredrik Sjöholm), *Ekonomisk Debatt*, nr 5, 1997. <http://www.ne.su.se/ed/pdf/25-5-lj.pdf>
- ”Var finns den oberoende professorn?”, *Ekonomisk Debatt*, nr 7, 1997.
<http://nationalekonomi.se/filer/pdf/25-7-lj.pdf>
- Kort presentation av ”Axel Leijonhufvud” (med Michael Bordo), s 365-367 i Thomas Cate (red), *An Encyclopedia of Keynesian Economics*, Edward Elgar, Cheltenham, 1997.
- Redaktör för *The Economic Development of Sweden since 1870* (med Rolf Ohlsson), volym 10 i serien *The Economic Development of Modern Europe Since 1870*, Edward Elgar, Cheltenham, 1997.
- ”Ekonomernas ställning i samhällsdebatten”, s 97-108 i Carl-Henric Grenholm och Gert Helgesson (red), *Objektivitetsproblemet i ekonomisk vetenskap*, Studies in Ethics and Economics, Uppsala, 1998.

- ”Finansiell stabilitet och utveckling”, s 67-74 i Lennart Borg (red), *De baltiska tigrarna. Den ekonomisk-politiska utvecklingen i Estland, Lettland och Litauen*, SAF, Stockholm, 1998.
- ”Ärade statsminister! Vad säger breven till statsministern om svenska folkets uppfattning om ekonomi och politik?” (med Bo Becker), *Ekonomisk Debatt*, nr 5, 1998.
<http://nationalekonomi.se/filer/pdf/26-5-bb.pdf>
- ”Should Finland and Sweden form a Monetary Union?” (med Fredrik Sjöholm), *The World Economy*, s 683-700, nr 5, årg 22, 1999.
- ”Central Banking in Sweden and Finland in the Twentieth Century” (med Tarmo Haavisto), kapitel 4 i Carl-L. Holtfrerich, Jaime Reis och Gianni Toniolo (red), *The Emergence of Modern Central Banking from 1918 to the Present*, Ashgate, Aldershot, 1999.
- ”Pioneering Price Level Targeting: The Swedish Experience 1931-37” (med Claes Berg), *Journal of Monetary Economics*, juni, 1999.
- ”Historical Evidence on Business Cycles. The International Experience” (med Michael Bergman och Michael Bordo), i Jeffrey C. Fuhrer och Scott Schuh (red), *Beyond Shocks: What Causes Business Cycles?*, conference series nr 42, Federal Reserve Bank of Boston, december, 1999.
- Med backspegeln som kompass - om stabiliseringspolitiken som läroprocess*, rapport till ESO, Ds 1999:9, Finansdepartementet, Stockholm, mars, 1999.
http://eso.expertgrupp.se/wp-content/uploads/1999/10/Ds-1999_9-Med-backspegeln.pdf
- Konferensvolym kring *Med backspegeln som kompass - om stabiliseringspolitiken som läroprocess*, rapport till ESO, Ds 1999:9, Finansdepartementet, juni 1999.
<http://www.regeringen.se/content/1/c4/37/48/5ea1caf7.pdf>
- ”Den finansiella marknaden och demokratin i Sverige”, s 57-81 i SOU 1999:56 *Globaliseringen och demokratin*, 1999. Demokratiutredningens skrift nr 22, Stockholm, 1999. http://weburn.kb.se/metadata/130/SOU_7653130.htm

2000-2009

- ”Det finansiella systemet och den ekonomiska tillväxten: Svenska erfarenheter 1834-1991” (med Pontus Hansson), bilaga 5 i volym A, SOU 2000:11 *Finanssektorns framtid*, Finansmarknadsutredningen, Stockholm, mars 2000, s 165-236.
<http://www.regeringen.se/contentassets/df90a4781fdc41948a5bd8fafe1a6053/finanssektor5rns-framtid-bilaga-a-samhallsekonomisk-betydelse>
- Kommentator till finansplanen för år 2000, Nationalekonomiska Föreningens förhandlingar, *Ekonomisk Debatt*, nr 1, 2000. <http://nationalekonomi.se/filer/pdf/28-1-for.pdf>
- ”Från guldmyntfot till inflationsmål – svensk stabiliseringspolitik under det 20:e seklet”, *Ekonomisk Debatt*, nr 1, 2000. <http://nationalekonomi.se/filer/pdf/28-1-lj.pdf>

- Looking ahead through the Rear-View Mirror. Swedish Stabilization Policy 1975-1995. A Summary*, Finansdepartementet, 2000. (Reviderad sammanfattning på engelska av *Med backspeglarna som kompass - om stabiliseringspolitiken som läroprocess*, Rapport till ESO, Ds 1999:9, Finansdepartementet, Stockholm, mars, 1999.)
- Lessons for EMU from the History of Monetary Unions* (med Michael Bordo), IEA, Readings 50, London, juni, 2000, med en introduction av Robert Mundell och kommentarer av Samuel Brittan, Lord Currie med flera.
- ”Den nya ekonomin i ett historiskt perspektiv”, *Ekonomisk Debatt*, nr 6, 2000.
<http://nationalekonomi.se/filer/pdf2/28-6-lj.pdf>
- Kommentar till Albert M. Wojnilower ”Business Cycles in a Financially Deregulated America”, s 170-172 i Axel Leijonhufvud (red), *Monetary Theory and Policy Experience*, Palgrave (in association with International Economic Association), 2001.
- ”A Return to the Convertibility Principle? Monetary and Fiscal Regimes in Historical Perspective. The International Evidence” (med Michael Bordo), kapitel 8 i Axel Leijonhufvud (red), *Monetary Theory and Policy Experience*, Palgrave (in association with International Economic Association), 2001.
- Att uppfostra det svenska folket. Knut Wicksells opublicerade manuskript* (med Torun Hedlund-Nyström och Christina Jonung), SNS, Stockholm, 2001.
- ”EMU – The first 10 Years: Challenges to the Sustainability and Price Stability of the Euro Area - what does History tell us?”, kapitel 16 i Marco Buti och André Sapir (red), *EMU and Economic Policy in Europe. The Challenge of the Early Years*, Edward Elgar, 2002.
- Redaktör med Ronald Findlay och Mats Lundahl samt författare av ”Ohlin on the Great Depression. The Popular Message in the Daily Press” (med Benny Carlson), kapitel 13 i Ronald Findlay, Lars Jonung och Mats Lundahl (red), *Bertil Ohlin. A Centennial Celebration. 1899-1999*, MIT Press, 2002.
- ”Tillbaka till konvertibilitetsprincipen? Penning- och finanspolitiska regimer i ett historiskt perspektiv”, bilaga 3 i SOU 2002:16 *Stabiliseringspolitik i valutaunionen*, bilagedel, Stockholm, februari, 2002.
- ”National or International Inflation Targeting. The Wicksellian Dilemma of the Euro-Outs”, *Journal of Public Policy*, s 183-197, vol 22, 2002.
- ”Comment on: Eduard Hochreiter, Klaus Schmidt-Hebbel och Georg Winckler: Monetary Union: European Lessons, Latin American Prospects”, working paper 68, juli, 2002, Bank of Austria, Vienna. (Presenterad vid konferensen *Monetary Union: Theory, EMU Experience, and Prospects for Latin America*, april, 2002, Wien).
- Redaktör för *Vem skall äga Sverige?* (författare till ”Inledning” och ”Avslutning”), SNS förlag, Kristianstad, 2002.
- ”The Future of EMU: What does the History of Monetary Unions tell us?” (med Michael Bordo), kapitel 3 i F. Capié och G. Wood (red), *Monetary Unions. Theory, History, Public Choice*, Routledge, London, 2003.

- Makroekonomi. Teori, politik och institutioner* (med Klas Fregert), Studentlitteratur, första upplagan våren 2003, andra upplagan augusti 2005 och tredje upplagan hösten 2010. (En fjärde upplaga publicerades 2014.)
- ”Den skandinaviska myntunionen – vad säger den om EMU?”, *Ekonomisk Debatt*, nr 3, 2003. <http://nationalekonomi.se/filer/pdf/31-4-lj.pdf>. (En reviderad version publicerad som ”Den skandinaviska myntunionen 1873-1924 – en översikt”, kapitel 5 i Öyvind Eitrheim och Jan Qvigstad (red), *Tilbakeblikk på norsk pengehistorie. Konferanse 7 juni på Bogstad gård.*)
- På jakt efter nytt ankare. Från fast kronkurs till inflationsmål*, redaktör samt författare till inledningen och till kapitel 1 ”Den finansiella revolutionen, 90-talskrisen och inflationsmålet”, s 25-50, SNS, 2003.
- ”The Political Economy of Monetary Unification: The Swedish Euro Referendum of 2003”, *Cato Journal*, s 123-149, nr 1-2, vol 24, 2004. http://www.google.se/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&sqi=2&ved=0ahUKEwia08ml74vMAhWG8ywKHTghBMIQFggBMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.cato.org%2Fpubs%2Fjournal%2Fj24n1-2%2Fj24n1-2-13.pdf&usg=AFQjCNFwddztE-TIT9a1VPUfCR1fCNtCQ&sig2=DChuc1POtaPUhy-TQj_VLg&bvm=bv.119408272,d.bGg
- ”Deflation Dynamics in Sweden: Perceptions, Expectations, and Adjustment during the Deflations of 1921-1923 and 1931-1933” (med Klas Fregert), kapitel 4 i Richard C. K. Burdekin och Pierre L. Siklos (red), *Deflation. Current and Historical Perspectives*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004.
- Demand for Money. An Analysis of the Long-Run Behavior of the Velocity of Circulation* (med Michael Bordo), Transaction Publishers, New Brunswick och London, 2004. (Detta är en omtryckning med en ny introduktion av *The Long-Run Behaviour of Velocity. The International Evidence* (med Michael Bordo), Cambridge University Press, 1987.)
- Recension av Paul Mizen (red), *Monetary History, Exchange Rates and Financial Markets: Essays in Honour of Charles Goodhart. Volume Two*”, Economic History Services, mars 10, 2004. https://eh.net/book_reviews/monetary-history-exchange-rates-and-financial-markets-essays-in-honour-of-charles-goodhart-volume-two/
- Recension av Eric Helleiner, *The Making of National Money. Territorial Currencies in Historical Perspective*, Cornell University Press, 2003, s 847-848, *Journal of Economic Literature*, 2004.
- ”How did the great Swedish Economists look at their Role in Public Debate? The Views of Knut Wicksell, Gustav Cassel, Eli Heckscher, Bertil Ohlin and Gunnar Myrdal” (med Benny Carlson), kapitel 3 i Michel Bellet, Sandye Gloria-Palermo och Abdallah Zouache (red), *Evolution of the Market Process. Austrian and Swedish Economics*, Routledge Studies in the History of Economics, Routledge, London och New York, 2005. (Reviderad version publicerad i *Econ Journal Watch* 2006, se nedan.)

- Redaktör för *"The Internationalisation of Asset Ownership in Europe"* (med Harry Huizinga), medförfattare till "Introduction", s 1-14, Cambridge University Press, 2005.
- "How Costly was the Crisis of the 1990s? A Comparative Analysis of the deepest Crises in Finland and Sweden over the last 130 Years" (med Thomas Hagberg), *European Economy*, Economic Papers, nr 224, mars, 2005, European Commission; Brussels. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication692_en.pdf
- Redaktör för Proceedings of the 2004 first annual DG ECFIN research conference on "Business Cycles and Growth in Europe", *Economic papers*, nr 227, juli, 2005, European Commission, Brussels, KC-AI-05-227-EN-C; ISBN 92-894-8866-2, ISSN 1725-3187. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary11036_en.htm http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication13551_en.pdf
- "1990-talskrisen – hur svår var den?" (med Thomas Hagberg), *Ekonomisk Debatt*, nr 8, årg 33, 2005. <http://nationalekonomi.se/filer/pdf/33-8-thlj.pdf>
- "Hur svår var 1990-talskrisen i Finland och Sverige?" (med Thomas Hagberg) i Juhana Aunesluoma och Susanna Fellman (red), *Från olika till jämlika – Finlands och Sveriges ekonomier på 1900-talet*, Helsingfors: Svenska Litteratursällskapet i Finland, 2006.
- "Den stora ekonomiska krisen i Finland och Sverige. Uppgången, fallet och återhämtningen 1985-2000" (med Thomas Hagberg, Jaakko Kiander och Pentti Vartia), i Juhana Aunesluoma och Susanna Fellman (red), *Från olika till jämlika. Finlands och Sveriges ekonomier på 1900-talet*, Helsingfors: Svenska litteratursällskapet i Finland, 2006, s 86-150.
- "Improving Fiscal Policy in the EU. The Case for Independent Forecasts" (med Martin Larch), *Economic Policy*, s 491-534, nr 47, juli, 2006.
- Kommentar till Part IV (s 298-303) i Ludger Schuknecht och Vito Tanzi, "Reforming Public Expenditure in Industrialized Countries: Are there Trade-Offs?" och till Ruud de Mooij och Paul Tang, "Reforming the Public Sector in Europe: Reconciling Equity and Efficiency", kapitel 13 and 14 in Peter Wierst, Servaas Deroose, Elena Flores och Alessandro Turrini (red), *Fiscal Policy Surveillance in Europe*, Palgrave, 2006.
- "Knut Wicksell, Gustav Cassel, Eli Heckscher, Bertil Ohlin and Gunnar Myrdal on the Role of the Economist in Public Debate" (med Benny Carlson), *Econ Journal Watch*, s 511-550, nr 3, årg 3, september, 2006. <http://econjwatch.org/articles/knut-wicksell-gustav-cassel-eli-heckscher-bertil-ohlin-and-gunnar-myrdal-on-the-role-of-the-economist-in-public-debate>
- Kommentar till J. Christl, "Regional Currency Arrangements: Insights from Europe", *International Economics and Economic Policy*, s 221-224, årg 3, 2006.
- "The Macroeconomic Effects of a Pandemic in Europe. A Model-Based Assessment" (med Werner Röger), *European Economy*, Economic papers, nr 251, juni, 2006. European Commission. Brussels. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication708_en.pdf

- ”The Scandinavian Monetary Union 1873-1924”, kapitel 6 i P. Cottrell, G. Notaras och G. Tortella (red), *From the Athenian Tetradrachm to the Euro. Studies in European Monetary Integration*, Ashgate, Aldershot, 2007.
- ”101 Proposals to Reform the Stability and Growth Pact. Why so many? A Survey” (med Martin Larch och Jonas Fischer), *Public Finance and Management*, s 502-560, nr 3, årg 8, 2008. (En tidigare version publicerad i *European Economy*, Economic papers, nr 267, januari, 2007, European Commission, Brussels.
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication833_en.pdf
- Redaktör för *Conflict Potentials in Monetary Unions* (med Jürgen Nautz), Franz Steiner Verlag, Stuttgart, (Series: *Beiträge zur Wirtschafts- und Socialgeschichte*), 2007. (Författare av ”Introduction” och kapitel 7 ”The Political Economy of Monetary Unification. The Swedish Euro Referendum of 2003”, tidigare publicerad i *Cato Journal* 2004).
- The Euro – What’s in it for me? An Economic Analysis of the Swedish Euro Referendum 2003* (med Jonas Vlachos), SIEPS (Swedish Institute for European Policy Studies) 2007:2, Stockholm. <http://www.sieps.se/publikationer/rapporter/the-euro-whats-in-it-for-me-an-economic-analysis-of-the-swedish-euro-referendum-2003-20072.html>.
- ”Inflation Targeting is a Success, so far: 100 years of Evidence from Swedish Wage Contracts” (med Klas Fregert), *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 2, 2008.
<http://www.economics-ejournal.org/economics/journalarticles/2008-31>
- ”Lessons from Financial Liberalisation in Scandinavia”, *Comparative Economic Studies*, s 564-598, vol 50, 2008. <http://www.palgrave-journals.com/ces/journal/v50/n4/pdf/ces200834a.pdf>
- ”Is the Euro advantageous? Does it foster European Feelings? Europeans on the Euro after Five Years” (med Cristina Conflitti), *European Economy*, Economic Paper, nr 313, april, 2008. http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12337_en.pdf
- Redaktör för ”Growth and Income Distribution in an integrated Europe: Does EMU make a Difference?” (med Jarmo Kontulainen), proceedings of the 4th Annual Research Conference of DG ECFIN, 11-12 oktober, 2007, *European Economy*, Economic papers 325, European Commission, juni, 2008, Brussels.
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary12676_en.htm
- Redaktör för *Building the Financial Foundations of the Euro - Experiences and Challenges* (med Christoph Walkner och Max Watson), Routledge, 2008. (Medförfattare till kapitel 1 ”Introduction”, s 3-18.)
- Kommentator på finansminister Anders Borgs presentation vid Nationalekonomiska Föreningens förhandlingar, 26 september 2008 ”Budgetpropositionen för 2009”, *Ekonomisk Debatt*, s 89-93, nr 1, 2009. <http://nationalekonomi.se/filer/pdf/37-1-for.pdf>
- ”The Swedish Model for resolving the Banking Crisis of 1991-93. Seven Reasons why it was successful”, *European Economy*, Economic papers nr 360, European Commission, februari, 2009, Brussels.
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary14130_en.htm

- (En sammanfattning publicerades som "The Swedish Model for resolving the Banking Crisis of 1991-93: Is it Useful Today?" i *Vox*, 14 mars, 2009.
<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3263>).
- "Vad säger vår historia om finanskriser?", *Ekonomisk Debatt*, nr 4, 2009.
<http://nationalekonomi.se/filer/pdf/37-4-lj.pdf>
- "Financial Crisis and Crisis Management in Sweden. Lessons for Today," uppsats presenterad vid konferensen *Global Financial Crisis: Impact, Lessons and Growth Rebalancing*, 22-23 april, 2009, Asian Development Bank Institute (ADBI), Tokyo.
<http://www.adb.org/publications/financial-crisis-and-crisis-management-sweden-lessons-today>
- "The Euro: It can't happen, It's a bad Idea, It won't last. US Economists on the EMU and the Euro, 1989-2002" (med Eoin Drea), *Econ Journal Watch*, s 4-52, nr 1, årg 7, 2010. Med kommentarer av *C. Fred Bergsten*, (I Was a Euro Enthusiast), *Jeffry Frieden*, (A Political Scientist's Perspective), *Charles Goodhart*, (Understanding the Euro Requires Political Economy, Not Just Economics), *Steven H. Hanke*, (Reflections on Currency Reform and the Euro), *Otmar Issing*, (It Has Happened - And It Will Continue to Succeed), *Peter B. Kenen*, (There was no Analytical Alternative to the Theory of Optimum Currency Areas), *Ronald I. McKinnon*, (Mundell Changed His Mind), *George Selgin*, (The Secret of the Euro's Success) och *Roland Vaubel*, (The Euro and the German Veto). <http://econjwatch.org/articles/it-can-t-happen-it-s-a-bad-idea-it-won-t-last-us-economists-on-the-emu-and-the-euro-1989-2002>.
- En replik till Paul Krugman m fl kommentatorer publicerad som "The Euro: It Happened, It's Not Reversible, So... Make It Work", *Econ Journal Watch*, maj, 2010.
<http://econjwatch.org/articles/the-euro-it-happened-its-not-reversible-so-make-it-work>
- Redaktör för *The Great Financial Crisis in Finland and Sweden. The Nordic Experience of Financial Liberalization* (med Jaakko Kiander och Pentti Vartia), Edward Elgar, Cheltenham, 2009. Medförfattare till kapitel 1, 2, 5 och 6 samt författare av kapitel 10 "Twelve Lessons from the Nordic Experience of Financial Liberalization".
- Kommentar till "Part IV. Country-Specific Experiences", s 346-348 i Joaquim Ayuso-i-Casals, Servaas Deroose, Elena Flores och Laurent Molin (red), *Policy Instruments for Sound Fiscal Policies. Fiscal Rules and Institutions*, Palgrave, Macmillan, 2009.

2010-2015

- ”Sätt Knut Wicksell på 200-kronorssedeln”, ledare, *Ekonomisk Debatt*, nr 6, 2010.
<http://nationalekonomi.se/filer/pdf/38-6-led.pdf>
- ”The Stability and Growth Pact. Lessons from the Great Recession” (med Martin Larch och Paul van den Noord), *European Economy*, Economic Papers, nr 429, december, 2010, Brussels.
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2010/pdf/ecp429_en.pdf
- ”The Forecasting Horizon of Inflationary Expectations and Perceptions in the EU. Is it really 12 Months?” (med Staffan Lindén), *European Economy*, Economic Papers, nr 435, December, 2010.
http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2010/ecp435_en.htm
- ”The Crisis from a Historical Perspective” (med Ronald Albers), kapitel I.2 (s 18-26) i Paul van den Noord och István P. Székely (red), *Economic Crisis in Europe. Causes, Consequences and Responses*, EU Information Series, Routledge, ISBN: 978-92-79-15363-1, 2011.
- ”En finanspolitisk union för euron: lärdomar från federala stater”, *Europapolitisk analys*, oktober 2011:10, SIEPS (Svenska institutet för europapolitiska studier).
<http://www.sieps.se/sites/default/files/2011-10epa.pdf>
- ”Business Cycle Synchronization in Europe: Evidence from the Scandinavian Currency Union” (med Michael Bergman), *Manchester School*, s 268-292, nr 2, årg 79, 2011.
<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-9957.2010.02237.x/full>
- ”What can History tell us about the Future of the Eurosystem? A Note on Monetary and Fiscal Centralisation versus Decentralisation in Monetary Unions”, s 253-261 i Detlev Ehrig, Uwe Staroske och Otto Steiger (red), *The Euro, the Eurosystem and the European Economic and Monetary Union. Reviews and Prospects of a Unified Currency*, LIT Verlag, Berlin, 2011.
- ”Does the Euro need a Fiscal Union? Some Lessons from History” (med Michael Bordo och Agnieszka Markiewicz), kapitel 9 i Geoffrey Wood, Terence C. Mills och Nicholas Crafts (red), *Monetary and Banking History. Essays in Honour of Forrest Capie*, Routledge, London och New York, 2011.
- ”Den statsfinansiella krisen i EU. Orsaker och botemedel” (med Michael Bergman), s 57-86 i Ulf Bernitz, Lars Oxelheim och Thomas Persson (red), *Överlever EMU utan fiskal union?*, Santerus Förlag, 2011.
- ”Lärdomar från den svenska finanskrisen”, kapitel 5 i *Saertryck til NOU 2011:1. Notater utarbeidet til finanskriseutvalgets arbeid*, Oslo, 2011.

- Medverkan som medlem i Finanspolitiska rådet 2010-11 i *Svensk finanspolitik. Finanspolitiska rådets rapport 2011*, Stockholm 2011. Huvudansvarig för kapitel 5 ”Makrofinansiell reglering”.
<http://www.finanspolitiskaradet.se/download/18.34d8785812fd178ec9480004274/1377195307939/Svensk+finanspolitik+2011.pdf>
- Medverkan som ordförande i *Svensk finanspolitik. Finanspolitiska rådets rapport 2012*, Stockholm, 2012.
<http://www.finanspolitiskaradet.se/download/18.6f0598d1373db0746a101/1377195307794/Svensk+finanspolitik+2012.pdf>
- ”The Swedish Experience of Fiscal Reform. Lessons for Portugal”, uppsats presenterad vid konferensen ”Towards a comprehensive reform of public governance”, organiserad av Banco de Portugal, Calouste Gulbenkian Foundation och Portuguese Public Finance Council, Lissabon, 28-30 januari, 2013. <http://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoEurosisistema/Eventos/Documents/VolumeProceedings.pdf>. (Även publicerat som working paper: http://ideas.repec.org/p/hhs/lunewp/2014_027.html)
- ”Macroprudential Supervision and Regulation – Lessons for the Next Crisis”, kapitel 11 i Mats Benner (red), *Before and Beyond the Global Economic Crisis. Economics, Politics and Settlement*, Edward Elgar, Cheltenham, UK och Northampton, MA, USA, 2013.
- Medverkan som ordförande i *Svensk finanspolitik. Finanspolitiska rådets rapport 2013*, Stockholm 2013.
<http://www.finanspolitiskaradet.se/download/18.11165b2c13cf48416debd67/1377195307639/Svensk+finanspolitik+2013.pdf>
- ”Ohlin on the Great Depression: Ten Newspaper Articles 1929–1935” (med Benny Carlson), s 299-348 i Luca Fiorito (red), *A Research Annual. Research in the History of Economic Thought and Methodology*, Emerald Books, vol 32, 2014.
<http://dx.doi.org/10.1108/S0743-415420140000032008> samt
<http://www.emeraldinsight.com/doi/pdfplus/10.1108/S0743-415420140000032008>
- ”Reforming the Fiscal Framework: The Case of Sweden 1973-2013”, kapitel 8 i T. Andersen, M. Bergman och S. Hougard Jensen (red), *Reform Capacity and Macroeconomic Performance in the Nordic Countries*, Oxford University Press, 2015. Även publicerat som working paper 2014:26, Department of Economics, Lund University).
<http://swopec.hhs.se/scripts/Update.pl?s=lunewp&n=2014:26&p=64349>
- ”Karin Kock 1891-1976” (med Christina Jonung), *Ekonomisk Debatt*, s 66-78, 2013. (Artikeln publicerades i Christina Jonung och Ann-Charlotte Ståhlberg (red), *Svenska nationalekonomer under 400 år*, Dialogos förlag, 2014, s 287-303).
<http://nationalekonomi.se/sites/default/files/NEFfiler/41-7-cjlj.pdf>
- ”Skapa synligare skatter!”, kapitel 11 i Mats Bergstrand (red), *En skattereform för 2000-talet – elva röster om hur Sverige får ett bättre skattesystem*, Politik, media, juridik, Visby, 2014.
- ”Lessons for China from Financial Liberalization in Scandinavia” (med Hongyi Chen och Olaf Unterberdoerster), *Asian Economic Papers*, februari, 2014.
http://www.mitpressjournals.org/doi/abs/10.1162/ASEP_a_00246.

- ”Riksbanken och inflationen 1995-2012. Missar Svensson målet?” (med Fredrik NG Andersson), *Ekonomisk Debatt*, s 36-48, nr 3, 2014.
<http://www.nationalekonomi.se/sites/default/files/NEFfiler/42-3-fngalj.pdf>
- ”Den skandinaviska myntunionen”, kapitel 7 i *Finansdepartementet 200 år. 1814–2014. Norsk ekonomi fra bankerott till overskudd*, Finansdepartementet, Oslo, 2014.
- ”Knut Wicksell”, i Christina Jonung och Ann-Charlotte Ståhlberg (red), *Svenska nationalekonomer under 400 år*, Dialogos förlag, 2014. Bearbetning och uppdatering av artikel publicerad 1989 i *Ekonomisk Debatt*.
- ”Svenssons kritik av inflationsmålspolitiken” (med Fredrik NG Andersson), bidrag under *Forum, Ekonomisk Debatt*, nr 5, 2014.
<http://www.nationalekonomi.se/sites/default/files/NEFfiler/42-5-fngalj.pdf>
- ”The Return of the Original Phillips Curve? An Assessment of Lars E. O. Svensson's Critique of the Riksbank's Inflation Targeting, 1997-2012” (med Fredrik NG Andersson), working paper 2014:28, Nationalekonomiska institutionen, Lunds universitet.
http://swopec.hhs.se/lunewp/abs/lunewp2014_028.htm
- Makroekonomi. Teori, politik och institutioner* (med Klas Fregert), Studentlitteratur, fjärde upplagan, 2014.
- ”Vetenskap eller sanning? Andersson och Jonung svarar på kritiken” (med Fredrik NG Andersson), <http://ekonomistas.se/2014/11/20/svensson-och-den-svenska-phillipskurvan-1997-2011/>.
- ”Trettio år på *Vägen till ett stabilare Sverige*. Var står vi nu?”, kapitel 2 i Birgitta Swedenborg (red), *Svensk ekonomisk politik – då, nu och i framtiden. Festskrift tillägnad Hans Tson Söderström*, Dialogos, Falun, 2015. (Även utgiven som policy paper vid Knut Wicksells centrum för finansvetenskap. <http://www.lusem.lu.se/kwc/publications/policy-papers>).
- How is the Irish Fiscal Advisory Council Performing? An Independent Evaluation of the First Years of IFAC* (med Iain Begg och Michael Tutty), http://www.fiscalcouncil.ie/wp-content/uploads/2012/01/PeerReview_Formatted_23062015.pdf. (Även publicerat som working paper vid Nationalekonomiska institutionen, Lunds universitet http://d.repec.org/n?u=RePEc:hhs:lunewp:2016_003&r=mac.)
- ”Nationalekonomerna i samhällsdebatten”, s 124-138 i Solveig Ståhl (red), *Forskningens samhällsansvar*, Kungl. Fysiografiska Sällskapet i Lund, Lund, 2015.
- ”Krasch, boom, krasch. Den svenska kreditcykeln” (med Fredrik NG Andersson), *Ekonomisk Debatt*, nr 8, 2015. <http://www.nationalekonomi.se/sites/default/files/NEFfiler/43-8-fngalj.pdf>. (Artikeln bygger på ett working paper publicerat som ”Boom, krasch, boom? Den svenska kreditcykeln”, november 2015.
<http://www.lusem.lu.se/kwc/publications/policy-papers>.)
- ”Mitt liv i kris. Vad har jag lärt mig om ekonomisk politik under de senaste 50 åren?”, kapitel 15 i denna volym.

Tidningsartiklar

Lars Jonung

Följande förkortningar används: DN = *Dagens Nyheter*, GHT = *Göteborgs Handels- och Sjöfartstidning*, KvP = *Kvällsposten*, SDS = *Sydsvenska Dagbladet*, SvD = *Svenska Dagbladet* och UNT = *Uppsala Nya Tidning*. Under åren 1980-1984 skrev jag för Liberala Nyhetsbyrån. Dessa artiklar publicerades i UNT med flera liberala tidningar. Under åren 2000-2011 medverkade jag som kolumnist i DN. Förteckningen är inte komplett. Några kortare bidrag i tidskrifter är medtagna, dock inte bidrag i studenttidningen *Lundagård*, där jag var medlem i redaktionen 1968-69.

1969-1979

”Fallet Angela Davis”, DN 23/11 1969

”USA:s kostnader för Vietnamkriget”, SDS 20/9 1970

”Är Friedmans liberalism gångbar i Sverige”, GHT 25/4 1972

”Är börserna ett Solvalla?” (med Ingemar Ståhl) DN 4/5 1972

”Aktieköp för AP-pengar?” (med Ingemar Ståhl) DN 5/5 1972

”Bör avbetalningsköpen hejdas?”, DN 25/8 1972

”Ekonomi och mytologi”, SDS 9/6 1973

”Svar i sex punkter”, SDS 27/6 1973 (svar på artikel av Michael Frühling ”Den liberala nationalekonomins myter”, SDS 27/6 1973)

”Svar i två punkter”, SDS 25/7 1973 (svar på artikel av Michael Frühling ”För en marxistisk nationalekonomi”, SDS 25/7 1973)

”Spararnas låga ränta” (med Ingemar Ståhl), DN 7/9 1973

”Konsten att ransonera” (med Krister Hjalte), DN 30/12 1973

”Devalvering eller idiotstopp?”, DN 2/12 1976

”Devalvera – och gör det nu! Släpp kronan fri!”, DN 9/3 1977
”Inflationsbomben”, KvP 2/12 1978
”Satsa på Kina”, KvP 6/1 1979
”Budgetunderskottet tvingar politiker tänka om?”, KvP 13/1 1979
”Vad skall vi göra med skattesystemet?”, KvP 18/4 1979
”Skatterevolt slog väl ut”, KvP 27/7 1979
”Hur samspelar ekonomi och politik? Styrs konjunkturen av valtaktik?” (med Eskil Wadensjö), DN 10/10 1979

1980-1989

”En enkel reform av avdragssystemet”, UNT, m fl tidningar, januari 1980
”Inflationen under 80-talet”, KvP 6/2 1980
”Ett ankare för den svenska ekonomin”, UNT, m fl tidningar, april 1980
”Att leva med inflationen”, UNT, m fl tidningar, juni 1980
”Den politiserade ekonomin”, UNT, m fl tidningar, augusti 1980
”Konsten att spara”, UNT, m fl tidningar, oktober 1980
”Stabilitet genom grundlagen?”, SvD 20/10 1980
”Nya spelregler för 80-talet”, DN 17/11 1980
”Dags för chockbehandling”, UNT, m fl tidningar, december 1980.
”Den ostyriga sektorn”, UNT, m fl tidningar, februari 1981
”Så kan LO lösa fondfrågan: Starta egna aktiesparfonder!”, DN 14/3 1981
”Lärdomar av 70-talets konjunkturpolitik”, UNT, m fl tidningar, maj 1981
”Ny prispolitik – steg i rätt riktning”, UNT, m fl tidningar, augusti 1981
”Guldmyntfoten kommer åter?”, UNT, m fl tidningar, november 1981
”Tre ekonomer om regeringens åtstramningspolitik: En investering för framtiden” (med Lars Calmfors och Hans Tson Söderström), DN 9/9 1982
”Efter devalveringen”, UNT, m fl tidningar, oktober 1982
”Avskaffa priskontrollen”, UNT, m fl tidningar, januari 1983
”Hur styrs landet?”, UNT, m fl tidningar), mars 1983

- ”Förväntningars roll för inflation”, UNT, m fl tidningar, juni 1983
- ”Dagens kris är keynesianismens kris”, SvD 7/9 1983
- ”Den nya synen på konjunkturpolitiken”, UNT, m fl tidningar, september 1983
- ”Tre ekonomer om regeringens krispolitik: En framtid med både svek och kris” (med Lars Calmfors och Hans Tson Söderström), DN 11/11 1983
- ”Skrota prisregleringslagen!”, UNT m fl tidningar, november 1983
- ”Två ekonomer om flaggningsregler på börsen: Hot mot en effektiv börs”, (med Per-Olof Bjuggren), SvD 17/1 1984
- ”Felriktade etikregler” (med Per-Olof Bjuggren), *Veckans Affärer*, nr 6, 9 februari 1984
- ”Ny stabiliseringspolitik?”, UNT m fl tidningar, mars 1984
- ”Kinas väg till marknaden”, UNT m fl tidningar, december 1984
- ”Prisstopp ger inga vinster”, DN 24/4 1985
- ”Dags att lägga ned SPK”, DN 25/4 1985
- ”Det skadliga prisstoppet”, DN 11/7 1985
- ”Varning för nytt fall av ekonomisk närsynthet”, DN 18/11 1988
- ”Cassel, Heckscher och monsterstaten”, SvD (under strecket) 20/4 1989

1990-1999

- ”Nu får det vara nog! Upphäv pris- och hyresstopp”, DN 22/2 1990
- ”Vart tog tredje vägen vägen?”, DI 12/4 1990
- ”Stärk riksbankens ställning!”, DN 9/6 1990
- ”Ris åt DI:s prispress”, DI 2/2 1991
- ”Snabb avreglering krävs vid regimskifte”, SvD 28/4 1991
- ”Tredje vägens succé en myt”, DN 31/8 1991
- ”Låt Keynes ge Ryssland en ny pålitlig rubel!”, DI 2/12 1991
- ”Sedelfond ger Estland konvertibel valuta”, SvD 13/3 1992
- ”Konkurrenskraft återvinns utan devalvering”, SvD 9/5 1992
- ”Full sysselsättning genom flexibla löner”, AB 31/7 1992
- ”Lär av Japans lönesystem”, *Aftonbladet* 31/8 1992

- ”Skyll inte på marknaden!”, DN 17/10 1992
- ”Skyll inte på ekonomerna!”, *Expressen* 3/11 1992
- ”Sabotera inte förnyelsen av svenska ekonomi”, DI 18/1 1993
- ”Hammarström fången i stel ideologi”, *SIF-tidningen* nr 4 1993
- ”Strukturreformer måste genomföras”, *Affärsvärlden* nr 9, 1993
- ”En revolt mot den svenska modellen”, DI 10/3 1993
- ”Ideologisk tystnad”, DN 21/8 1993
- ”De tvära kasten bär skulden”, DN 19/10 1993
- ”Åtstramning får fart på ekonomin”, DN 29/8 1994
- ”Offentliggör IMF:s rapporter”, DN 24/11 1994
- ”Utmärkt exempel på krispaketssyndrom”, SvD 13/4 1995
- ”Alarmerande s-kritik av finansmarknaden”, SvD 27/8 1995
- ”Starkt fack hinder för EMU-inträde”, DN 23/1 1996
- ”Kollektivavtalens tid ute”, DN 19/6 1996
- ”Frihet finns bara för facket”, DN 16/7 1996 (svar på Ingela Thalén “Nej till försvagad arbetsrätt”, DN 2/7 1996)
- ”Individuell avtalsfrihet”, SDS 14/7 1996 (svar på Madeleine Leijonhufvud
”Nyliberal utopi om arbetsrätten”, SDS 4/7 1996)
- ”Konkurrens ger bättre avtal”, SDS 6/8 1996 (svar på bl a Lars Pålsson Syll “Flexibla löner skapar problem”, SDS 28/7 1996)
- ”Inrätta frizon för ungdomar under 24. Svartjobb och arbetslöshet minskar utan arbetsrätt, löneavtal och skatter”, *Arbetet* 1/8 1996
- ”Är konjunkturcykeln död?”, *Privata Affärer* nr 1-2, februari 1998
- ”Svenska aktieägare diskrimineras” (med Erik Norrman), DN 5/9 1998
- ”Var ska Göran Persson hitta nya reskamrater?” DI 17/9 1999

2000-2009

- ”Avreglerad sektor växer snabbt”, SvD 15/3 2000
- ”Skrota pensionsfonderna”, DN 9/4 2000
- ”Varför tiger LO om utförsäljningen?”, DN 10/7 2002
- ”Vem skall äga Sverige?”, DN 29/8 2002
- ”Kronfallet som skakade Sverige”, DN 18/11 2002
- ”En annan väg till välstånd”, DN 3/2 2003
- ”Misstag utlöste nittiotalskrisen”, DN 9/3 2003
- ”Varför är Sverige inte rikast?”, DN 16/6 2003
- ”Sverige och deflationen”, DN 6/8 2003
- ”Om kronan blir hårdvaluta”, DN 5/10 2003
- ”Privilegiejakten – exemplet Skandia”, DN 30/10 2003
- ”Carlsons oskuldsfulla minnesskrift” DN 28/12 2003
- ”Ingvar Carlsons okända hästkur”, DN 10/1 2004
- ”Tillväxtens trädgårdsmästare”, DN 14/4 2004
- ”Sänkt skatt är bättre än amnesti”, DN 4/7 2004
- ”Slutna sektorns seger över den öppna”, DN 10/9 2004
- ”Fem konserverande år med Ringholm”, DN 13/11 2004
- ”Novemberrevolutionen – bättre än på TV”, DN 20/11 2004
- ”Kan tillväxten pratas upp?”, DN 8/1 2005
- ”En norsk-svensk union att minnas”, DN 18/2 2005
- ”Svensk ekonomi behöver bättre väderleksrapporter”, DN 7/6 2005
- ”Varning för expansiv finanspolitik”, DN 20/8 2005
- ”Lärdomar från flydda tider”, DN 3/11 2005
- ”Ge husägarna rätt till inlösen”, DN 8/12 2005
- ”Kronunionen som överlevde”, DN 21/2 2006
- ”De stora misstagen under Olof Palme”, DN 16/3 2006
- ”Politikens ekonomiska ny(s)pråk”, DN 29/6 2006
- ”90-talskrisen ger oss tillväxt”, DN 7/9 2006

”Dags för en ny ägarpolitik”, DN 17/10 2006
”Höj nivån på valdebatten”, DN 16/11 2006
”Nystart för ägandet”, DN 22/3 2007
”Modellen Hongkong”, DN 16/5 2007
”Vår väg till dollarn”, DN 14/9 2007
”Lär av Mugabe”, DN 19/10 2007
”Perssons saneringsmyt”, DN 8/2 2008
”Wallenbergs sorti”, DN 20/3 2008
”De stora krismyterna”, DN 7/6 2008
”Finanskrisen som repris”, DN 25/11 2008
”Ekonomer i krismöte”, DN 29/1 2009
”USA utan krisrecept”, DN 24/3 2009
”Nya trafikljus för Wall Street”, DN 3/6 2009
”Recept mot krisen”, DN 2/7 2009
”Vilse i krispolitiken”, DN 6/10 2009
”Bromsa borallyt”, DN 17/12 2009

2010-2011

”Visa hela lönen”, DN 5/3 2010
”Ekonomernas kris”, DN 29/4 2010
”Vägen till valutafred”, DN 27/10 2010
”Marknadens återkomst”, DN 9/12 2010
”Kan monstret svältas?”, DN 2/2 2011
”Ingen plånboksfråga”, DN 31/3 2011
”Visa vart skatten går”, DN 21/6 2011
”Ansvaret för krisen”, DN 7/9 2011

Intervjuer

- ”Varnande röst bland unga ekonomer: Selektiva åtgärder ger juriststyre” (rundabordssamtal med Villy Bergström, Peter Dencik, Lars Jonung, Hans Söderström och Anne Wibble), SvD 23/3 1975
- ”Ekonomernas råd i lågkonjunkturen: Låt det svida!” (intervju med Dan Andersson, Jan Herin, Lars Jonung och Roland Spånt), DI 5/9 1990.
- ”Inget 30-tal i Sverige. Ekonomiprofessor ser ljus på framtiden”, DI 6/11 1991
- ”Rådgivaren och mästaren. Bildts expert prisar de fria marknadskrafterna”, DI 12/2 1992
- ”Bildts nye rådgivare. Depressionsexperten som spår gyllene tider”, SDS 15/3 1992
- ”Lönesänkningar inte främmande”, DN 3/9 1992
- ”Marknaden bör bli mäktigare. Statsministerns nye rådgivare välkomnar minskad makt för politiker”, *Göteborgsposten* 5/4 1992
- ”Socialdemokraterna maskerade problemen”, *Medborgaren* nr 4 1993
- ”Sverige måste välja ny väg”, *Dagens politik* 15/8 1996
- ”Fem frågor ...”, DN 5/4 2000

Bilder

Från Klas Fregerts kamera



Anne-Marie Pålsson

Publikbild med Thorvaldur Gylfason, Hans Tson Söderström och Michael Bergman på första raden



Jesper Hansson, Anders Borglin, Lars och Christina Jonung

Publikbild



Michael Bergman



Axel Leijonhufvud

John Hassler och Carl B Hamilton





Lars Jonung

Anders Borglin och Karl-Gustaf Löfgren



Clas Wihlborg





Niels Thygesen och Johannes Lindvall



John Hassler, Inga Persson och Ingemar Hansson

Charlotte Sandberg Gavatin och Johanna Modigsson





Lars Jonung och Axel Leijonhufvud



Mats Lundahl och Bengt Assarsson



Bo Sandelin och Hans-Michael Trautwein

Christina Jonung, Stefan Gerlach och Michael Hutchison



Klas Fregert



Fredrik NG Andersson och Sean Kenny

Arne Jon Isachsen och Thorvaldur Gylfason





Michael Bergman och Nils Lundgren



Niels Thygesen, Arne Jon Isachsen och
Jesper Berg



Fredrik Sjöholm, Per Frennberg, Fredrik
Andersson och Michael Hutchison



Inga Persson, Yves Bourdet, Lennart och Jeanie Petersson



Erling Steigum och Öyvind Eithreim



Eskil Wadensjö under porträtt av Carl Adolph Agardh



Mingel på Hypoteket med domkyrkan i bakgrunden



Den globala finanskris som bröt ut 2008 har utlöst en livlig debatt om mål, medel och regelverk för penning- och finanspolitiken. Gamla insikter och sanningar har ifrågasatts. Här finns femton bidrag vilka belyser aspekter på denna diskussion. De presenterades ursprungligen vid ett symposium i Lund *Makropolitik i kris*, arrangerat av Arne Rydes stiftelse. I artiklarna ställs frågor som: Vad kan vi lära oss om kriser från den ekonomiska historien? Vem bör ansvara för finansiell stabilitet? Vilka regler bör styra penning- och finanspolitiken? Hur kan framtida kriser motverkas? Konferensen hölls för att uppmärksamma professor Lars Jonung vid hans 70-årsdag. Han har deltagit flitigt i forskningen och debatten om den ekonomiska politiken i Sverige. Boken avslutas med en sammanfattning av Lars Jonungs lärdomar som nationalekonomisk forskare "i kris". Hans slutsats är: "Krisen kommer – vi vet bara inte när, var eller hur."

