



LUND UNIVERSITY

Riksbankens politik 1945-1990. En syntes

Jonung, Lars

Published in:

rån räntereglering till inflationsnorm : det finansiella systemet och Riksbankens politik 1945-1990

1993

Document Version:

Förlagets slutgiltiga version

[Link to publication](#)

Citation for published version (APA):

Jonung, L. (1993). Riksbankens politik 1945-1990. En syntes. I L. Werin, & P. Englund (Red.), *rån räntereglering till inflationsnorm : det finansiella systemet och Riksbankens politik 1945-1990* (s. 400-428). SNS Förlag.

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

16. Riksbankens politik 1945–90. En syntes

Syftet med detta avslutande kapitel är att sammanfatta de föregående fyra kapitlens belysning av riksbankspolitiken.¹ Först beskrivs riksbankens verksamhet som regleringsmyndighet. Därefter granskas penningpolitikens cykliska inriktning och slutligen diskuteras det långsiktiga mönstret i penningpolitiken. Tonvikten ligger på en beskrivning av riksbankens beteende. Effekterna av penningpolitiken behandlas mer kortfattat.

16.1. Penningpolitiken som en regleringsprocess

Från början av 1950-talet till mitten av 1980-talet var målet för riksbanken att upprätthålla extern och intern balans till en så låg ränta som möjligt, under den nivå som annars skulle ha etablerats. Detta utgjorde i korthet den s.k. lågräntepolitiken. Regleringen av räntan krävde i sin tur en direkt styrning av kreditströmmarna, eftersom den traditionella fördelningen av krediter, bestämd av "marknadsmekanismen", inte accepterades av den politiska majoriteten. Följaktligen tillkom en uppsättning nya styrmedel som omfattade likviditetskvoter, emissionskontroll, placeringskvoter, utlåningstak, "frivilliga överenskommelser" och rekommendationer från riksbanken. Till följd av användningen av dessa icke-marknadskonforma instrument karaktäriserades riksbankens politik av en hög grad av selektivitet: vissa låntagare, i synnerhet bostadssektorn, gynnades på bekostnad av andra grupper. Däremot sökte som regel inte riksbanken detaljstyra kreditflödena till enskilda låntagare inom näringslivet och hushållen utan överlämnade denna uppgift till affärsbankerna och övriga kreditinstitut.

Det bör betonas att riksbankens politik byggde på marknadskonforma åtgärder även före den finansiella avregleringen på 1980-talet. Under vissa lågkonjunkturer, framförallt under 1960-talet, låg riksbanken förhållandevis nära en traditionell penningpolitik.² Riksbanken tog emellertid inte steget från en selektiv regleringspolitik till en

¹ Tore Browaldh, Erik Dahmén, Per Frennberg, Klas Fregert, Lars Hörngren, Erik Karlsson, Carl-Göran Lemne, Anders Sahlén och Anders Vredin har gett värdefulla kommentarer på tidigare versioner.

² Denna uppfattning drivs med emfas av Kurt Eklöf (1990) som var verksam i ledningen för riksbanken under lång tid.

generell marknadskonform penningpolitik förrän i mitten av 1980-talet.

I stort sett samtliga beskrivningar av penningpolitiken under tiden före avregleringen betonar riksbankens slagsida mot regleringar. Nationalekonomernas kritik sköt in sig på den icke-marknadskonforma kreditpolitik som var riksbankens signum. Granskningen av material som tidigare inte varit tillgängligt för utomstående såsom fullmäktiges protokoll, olika PM och interna utredningar inom riksbanken samt minnesanteckningar och protokoll från mötena mellan riksbanken och olika kreditinstitut – se kapitel 14 – fördjupar bilden av riksbanken som en regleringsmyndighet.

Påregleringen

Enligt det penningpolitiska programmet av 1944 skulle en av riksbankens uppgifter vara att stabilisera räntan vid nivån vid krigsslutet, framför allt för att gynna investeringsverksamheten. Denna målsättning utlöste med tiden den process som gav upphov till regleringspolitiken. Efter andra världskriget visade räntorna tendenser att stiga när affärsbankerna började sälja ut av de obligationsinnehav som de byggt upp under krigsåren. Riksbankens reaktion blev att söka hålla räntenivån oförändrad genom stödköp. När stödköpspolitiken visade sig otillräcklig begärde riksbanken i möten med affärsbankerna och andra kreditinstitut, främst under 1948, återhållsamhet i kreditexpansionen.

Riksbankschefen Ivar Rooth protesterade så småningom inom fullmäktige mot stödköpen och krävde i stället höjning av räntan. Han fann dock inget stöd hos fullmäktiges majoritet och valde att avgå i december 1948. Rooths efterträdare, Klas Bök, sökte också styra bort från stödköpen. Under hans korta tid som riksbankschef genomfördes den första diskontohöjningen efter kriget. Vidare infördes kassakrav i början av 1950 som en metod att begränsa kreditexpansionen.

Mats Lemne, som följde efter Bök som riksbankschef, konstruerade en rad nya regleringar i syfte att göra det möjligt för riksbanken att hålla räntan under marknadsräntan. Här var Mats Lemne klart inspirerad av andra världskrigets prisregleringslag – se kapitel 13. Under hot om att sätta den kreditpolitiska fullmaktslagen av 1951 i kraft träffade Lemne en överenskommelse med affärsbankerna i januari 1952. Likviditetskvoterna, emissionskontrollen och den inofficiella ränteregleringen tillkom i detta sammanhang. Samtliga instrument gjorde det möjligt att fortsätta med lågräntepolitiken. En förutsättning för detta var den gällande valutaregleringen som bl.a. syftade till att isolera den svenska kapitalmarknaden från utländska impulser. Valutaregleringen, som infördes i början av andra världskriget och som inte slopades vid krigets slut, blev därmed grundbulen för den nya penningpolitiska strategin.

Riksbanken som regleringsmyndighet

I mitten av 1950-talet fanns förutsättningarna för att konsekvent bedriva penningpolitik baserad på de nya regleringsinstrumenten. Sverige var i stor utsträckning finansiellt isolerat. Den koncentrerade strukturen inom den svenska finansiella sektorn gjorde det lätt för riksbanken att informera om sina intentioner och kontrollera att de efterföljdes. Övervakningen underlättades av den statistik som institutionerna på kreditmarknaden lämnade regelbundet. De sanktionsmöjligheter som riksbanken förfogade över eller kunde begära hos regeringen garanterade hörsamhet från kreditväsendets sida. I förlängningen vilade ett hot om socialisering som regelbundet luftades vid det socialdemokratiska partiets kongresser. Riksbanken intog en stark position även gentemot statliga institutioner som riksgäldskontoret, bankinspektionen och AP-fonden, som etablerades i början av 1960-talet. Kreditmarknadens funktionssätt försämrades till följd av frånvaron av väl utvecklade andrahandsmarknader. Placeringen av det existerande kreditbeståndet var given av tidigare riksbanksbeslut. Någon omplacering av dessa "inlåsta" innehav var inte möjlig.³

I denna miljö utvecklades mötena mellan riksbanken och företrädare för olika kreditinstitut till ett viktigt element i regleringspolitiken. Minnesanteckningarna från dessa under Per Åsbrinks tid som riksbankschef belyser riksbankens beteende som regleringsmyndighet; se kapitel 14.⁴ Anteckningarna demonstrerar att riksbanken främst var angelägen att styra utvecklingen av s.k. övrig utlåning, dvs. utlåningen till icke-prioriterade ändamål, med ett minimum av diskontohöjning. Mötena med affärsbankerna inleddes med en rapportering av de senaste siffrorna över utlåningen, nedbrutna för varje enskild bank.

Riksbankens val av medel varierade över den penningpolitiska regleringscykeln. I stort sett kan tre faser urskiljas i denna. I den första, i början på en högkonjunktur, ingick varningar och hot som det dominerande inslaget. I nästa fas, när högkonjunkturen blivit starkare, verkställdes hoten med hjälp av en rik arsenal av kreditpolitiska medel. Det skarpaste vapnet var krav på nedskärning i volymen övrig utlåning, vilket framfördes under några perioder av åtstramning. Denna åtgärd väckte det häftigaste verbala motståndet från affärsbankernas sida. Diskontohöjningar ingick också i åtstramningspolitiken. Slutligen, i den tredje fasen, lades kreditpolitiken om i en expansiv riktning, dock under riksbanksledningens maningar till försiktighet. Denna regleringscykel följde den traditionella konjunkturcykeln på

³ Denna inlåsnings upphörde först 1984.

⁴ Under senare tid har en omfattande litteratur, främst i USA, analyserat centralbankspolitik i ett mikroekonomiskt perspektiv. I denna forskningstradition med nära koppling till public choice-traditionen betraktas centralbanken som en regleringsmyndighet, vars beteende analyseras med utgångspunkt från de incitament som styr centralbanken. Den svenska riksbanken har hittills inte blivit föremål för studier av detta slag.

så vis att regleringstrycket var som starkast under högkonjunkturer.

Under denna regleringscykel styrde riksbanken såväl storleken som räntan på affärsbankernas utlåning. Vid varje diskontoändring uttryckte riksbanken sina önskemål om affärsbankernas räntesättning. Dessa konfererade inbördes och med sina närmaste konkurrenter sparbankerna och underrättade sedan riksbanken för att få ett slutligt godkännande av de nya räntesatserna.⁵

Riksbanken var således högst aktiv i rollen som både pris- och kvantitetskontrollör på kreditmarknaden från början av 1950-talet till avregleringen på 1980-talet. Denna roll var dock inte självpåtagen. Riksbanksledningen ansåg sig ålagd av riksdagen och regeringen att driva en icke-marknadskonform politik för att finansiera i första hand bostadsprogrammet till "låga" räntor. En låg ränta blev därmed både ett mål för och en restriktion på riksbankens handlingsutrymme. Ledningen sökte vid olika tillfällen modifiera lågräntepolitiken. Ivar Rooths avgång 1948 i protest mot stödköpspolitiken och Per Åsbrinks räntekupp 1957 är de främsta exemplen.

Avregleringen

Avregleringen av det finansiella systemet under 1980-talet utgör en av de mest grundläggande förändringarna på den svenska kreditmarknaden under perioden 1945–90. Flera faktorer undergrävde förutsättningarna för regleringspolitiken och bidrog därmed till liberaliseringsprocessen. En viktig orsak var de kraftiga underskotten i statsbudgeten, vilka växte fram under den senare hälften av 1970-talet. För att finansiera dessa såg sig de ansvariga för den ekonomiska politiken tvingade att utveckla fungerande marknader för nya typer av statliga skuldbevis såsom statsskuldväxlar och riksobligationer. Sveriges finansiella isolering bröts samtidigt som ett resultat av den ekonomisk-politiska reaktionen på OPEC I och II. Den mer expansiva stabiliseringspolitiken i Sverige än i omvärlden tvingade fram en upplåning utomlands, något som försvagade den grund på vilken regleringssystemet vilade, nämligen valutaregleringen.

Regleringspolitiken bar dessutom inom sig fröet till sin egen förintelse. Regleringarna skapade starka incitament för kringgående. Finansiella marknader utanför den s.k. organiserade marknaden växte gradvis fram. Expansionen för finansbolag med anknytning till såväl banker som industriföretag var ett utslag av kringgåendet. Ny finansiell teknik och finansiell kunskap försämrade regleringssystemets effektivitet. Avregleringen utomlands, framväxten av fungerande europeiska finansmarknader och svenska företags finansiella internationalisering inspirerade till inhemsk avreglering.

⁵ Riksbanken genomförde under lång tid särskilda s.k. ränteanalyser som ett led i övervakningen av affärsbankernas räntor. Ränteanalyserna introducerades i december 1970 och genomfördes sedan halvårsvis fram till den 30 september 1985.

Riksbanken bekämpade till en början tendenser till kringgående av regleringarna. Så småningom blev inställningen mer ambivalent, dels sökte banken utöka omfattningen av kontrollerna, dels utveckla fungerande kreditmarknader för hushållen och företagen. Slutligen gick ledningen för riksbanken helhjärtat in för en avreglering och drev fram denna medvetet och energiskt, minst lika målmedvetet som när riksbanken trettio år tidigare konstruerade regleringssystemet. Liksom under 1950-talet hade riksbanken stöd från finansdepartementet i bytet av penningpolitisk strategi.

Avregleringen, främst genom den s.k. novemberrevolutionen 1985, skapade helt nya förutsättningar för penningpolitiken både beträffande valet av medel och av mål. Riksbanken utvecklade gradvis en penningpolitisk strategi byggd på marknadskonforma åtgärder.⁶ Det centrala målet blev att upprätthålla en fast växelkurs. Medlet var marknadsoperationer och ränteändringar. I detta sammanhang tillkom den s.k. räntetrappan och olika finansiella tekniker som "repor" vilka möjliggjordes genom den ökade graden av finansiell sofistikerad på den svenska kreditmarknaden. De tidigare ambitionerna att styra kreditströmmarna till olika sektorer och till skilda räntesatser upphörde helt. Ändringar i räntan genomförda via räntetrappan blev nu riksbankens främsta penningpolitiska medel. Erfarenheterna av den nya, i vissa fall nygamla, penningpolitiken är i början av 1990-talet för begränsade för att kunna utvärderas inom ramen för denna studie.⁷

16.2. Riksbankens cykliska beteende

Riksbanken har uppvisat stor aktivitet sett i ett cykliskt perspektiv, dvs. under loppet av de fyra–fem år som konjunkturcykeln som regel har varat under efterkrigstiden. Riksbanken har dels reagerat på olika cykliska förändringar i samhällsekonomin, dels sökt påverka konjunkturförloppet. Riksbankens "aktiva" politik reflekteras i ett antal storheter vilka riksbanken påverkat, nämligen penningmängden, affärsbankernas utlåning och diskontot. Dessa uppvisar en betydande volatilitet. Expansionstakten för penningmängden⁸ (M2) har från december till december ett år senare varierat mellan $-0,4$ procent

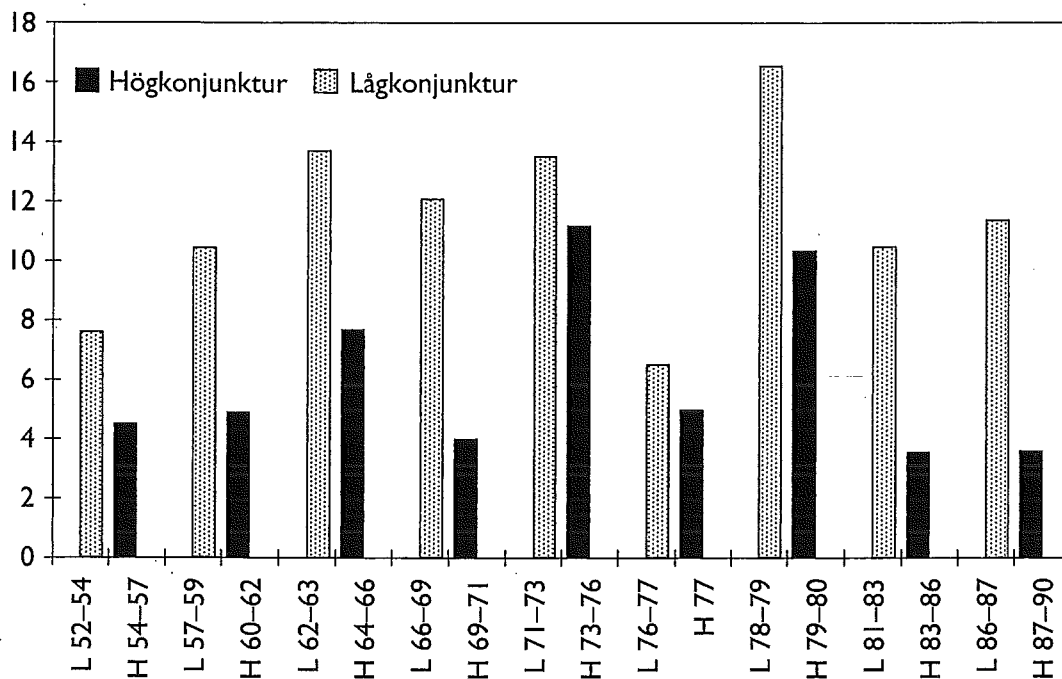
⁶ Se Hörngren och Westman-Mårtensson (1991) för en genomgång av riksbankens mål och instrument efter avregleringen.

⁷ Avregleringen medförde en betydande anpassning i företagens och hushållens portföljer. Se kapitel 9. I samband med den djupgående finansiella krisen som började hösten 1990 har kritiken mot avregleringen vuxit i styrka. Det är emellertid i skrivande stund inte fastlagt vilken roll avregleringen spelat som drivkraft bakom den finansiella krisen i början av 1990-talet.

⁸ Begreppet penningmängden har ingen entydig definition. Uppkomsten av ett stort antal finansiella tillgångstyper under 1980-talet försvårar konstruktionen av empiriska mått på penningmängden. Här definieras penningmängden som allmänhetens innehav av sedlar och inlåning i affärsbankerna på ett sätt som skapar likformighet över hela perioden 1945–90.

Figur 16.1. Penningmängdens (M2) tillväxt under låg- och högkonjunkturer, 1952–90. Tillväxt i procent per år. Månadsdata.

Procent



Uppdelningen i låg- och högkonjunkturer följer kronologin i Frennberg och Jonung (1992).

(1988) och 18,4 procent (1972). Samma siffror för affärsbankernas utlåning är -2,9 procent (1956) och 23,2 procent (1988). Diskontot låg på 2,5 procent vid fredsslutet 1945. Det nådde en rekordnivå på 12 procent 1981 och en ny topp i slutet av 80-talet.

Penningpolitiken har som regel varit kontraktiv under högkonjunkturer och expansiv under lågkonjunkturer.⁹ Denna kontracykliska inriktning av riksbankens politik illustreras av figur 16.1, som visar tillväxten i penningmängden under låg- och högkonjunkturer. Expansionen under föregående lågkonjunkturer är vid alla tillfällen under perioden 1952–90 högre än under den efterföljande högkonjunkturen.¹⁰ Den genomsnittliga tillväxten är 11 procent för lågkonjunktur och 6,5 procent för högkonjunktur. Beträffande utlåningen är mönstret inte lika slående. Bortsett från Korea-boomen i början av 1950-talet och effekterna av avregleringen från och med 1986 blir bilden dock snarlik den för penningmängden: en snabbare expansion under lågkonjunkturer än under högkonjunkturer. Även diskontot har ett kontracykliskt förlopp: under lågkonjunktur har riksbanken som regel sänkt diskontot i expansionistiskt syfte. Motsatsen gäller vid högkonjunktur.

⁹ En ökning i tillväxten av penningmängden eller av kreditvolymen används här som indikator på expansiv riksbankspolitik.

¹⁰ Ett undantag är siffran för Korea-boomen 1950–51. Den ingår inte i figur 16.1.

De cykliska effekterna av riksbankens politik

Riksbanken har således aktivt försökt stabilisera konjunkturutvecklingen. Hur väl har den lyckats med detta? I dagens läge finns inget entydigt svar på spørsmålet. Det råder nämligen stor osäkerhet om vilka modeller och metoder som bör användas för att utvärdera penningpolitikens kortsiktiga effekter.¹¹ Även om riksbankens politik varit klart kontracyklisk till sin uppläggning, är detta ingen garanti för att *verkningarna* av politiken varit kontracykliska på grund av de tidsfördröjningar som kan finnas mellan tidpunkten för användningen av ett penningpolitiskt medel och effekten av medlet i fråga. Vidare har den penningpolitiska strategin ändrats under efterkrigstiden, vilket försvårar ekonometriska studier, eftersom skattningar bör begränsas till perioder med oförändrad struktur och oförändrade spelregler.

Den amerikanska debatten om penningpolitikens kortsiktiga verkningar har i stor utsträckning kretsat kring egenskaperna hos efterfrågefunktionen för pengar. Denna funktion har varit föremål för omfattande forskning utan att ge upphov till klara slutsatser. Forskare med koppling till den moderna kvantitetsteorin hävdar att penningpolitiken arbetar med långa och varierande tidsförskjutningar. Följaktligen skall man inte vänta sig stabila resultat rörande det cykliska perspektivet. Därmed bör inte penningpolitiken användas som ett element i någon kortsiktig stabiliseringspolitik byggd på finjustering, s.k. fine tuning.¹² Ändringar i den institutionella ramen i USA såsom avregleringen av banksystemet, uppkomsten av nya finansiella instrument och de stora amerikanska budgetunderskotten finansierade av utländska placerare har anförts som skäl för instabiliteten. Följaktligen finns i dag ingen stark tro på en kontracyklisk penningpolitik inom någon av de dominerande makroekonomiska skolbildningarna.¹³ Betoningen ligger istället på det långsiktiga perspektivet där målen för penningpolitiken formuleras som prisstabilitet och fast växelkurs.¹⁴

Den svenska forskningen om penningpolitikens kortsiktiga effek-

¹¹ Se t.ex. Chouraqi et al. (1988).

¹² Detta är en huvudpoäng i den moderna kvantitetsteorin så som den formulerats av Milton Friedman. Den är härledd från en rad empiriska studier med historisk inriktning, främst Friedman och Schwartz (1963). Se också Schwartz (1992) för en sammanfattning av monetarismen och kritiken av denna.

¹³ Se t.ex. utvärderingen av den amerikanska penningpolitiken under 1980-talet av Friedman (1988) och Poole (1988). Den sistnämnde söker skatta ett antal samband för penningefterfrågan och omloppshastigheten men når negativa slutsatser.

¹⁴ Dagens pessimism kan kontrasteras mot den optimism som fanns under 1970-talet rörande penningpolitiken. Genombrottet för monetarismen medförde då att den amerikanska centralbanken liksom andra centralbanker satte upp kvantitativa mål för sin verksamhet, s.k. monetary targeting, och övergav den tidigare penningpolitiska strategin byggd på utjämning av räntenivån. Försöken till monetary targeting har nu ersatts med en annan uppläggning av penningpolitiken. Se här historiken av Meltzer (1991) samt Friedman (1988) och Poole (1988).

ter har få resultat att peka på. Omloppshastighetens beteende över konjunkturcykeln kan illustrera problemet. Den årliga tillväxten i omloppshastigheten, definierad som kvoten mellan nationalinkomsten och penningmängden, uppvisar ett procyklist mönster. Den stiger under högkonjunktur och faller under år med lågkonjunktur, till skillnad från penningmängdens tillväxttakt, som beskriver ett kontracykliskt mönster.¹⁵ Denna negativa samvariation kan förklaras på följande sätt: allmänhet och företag har motverkat riksbankens åstramningspolitik under högkonjunkturer genom att utnyttja sin penninghållning mer effektivt, dvs. omloppshastigheten har ökat. Under lågkonjunkturer sker en uppbyggnad av penninginnehavet vilket är liktydigt med en nedgång i omloppshastigheten. På kort sikt har således penningpolitiken troligen motverkats av rörelser i omloppshastigheten.¹⁶ På lång sikt är bilden av omloppshastigheten en annan vilket framkommer i det följande avsnittet.¹⁷

Slutsatser

Frånvaron av robusta ekonometriska resultat är inget hinder för en verbal sammanfattning av penningpolitikens cykliska uppläggning under efterkrigstiden. Under den senare hälften av 1940-talet var riksbankens främsta mål att stabilisera räntan vid en låg och konstant nivå. Detta innebar att banken inte kunde bedriva någon aktiv konjunkturpolitik. I stället producerade fullmäktige en serie förmaningar och rekommendationer åt regeringen rörande den ekonomiska politiken.¹⁸ Först under 1950-talet skapades förutsättningar för en mer aktiv kontracyklisk penningpolitik. Riksbanken utrustades med ett antal nya regleringsinstrument. Vidare var den svenska kapitalmarknaden i betydande utsträckning avskärmad från den internationella genom valutakontrollen. Den fasta växelkursen och valutareservens utveckling blev under 1950- och 1960-talen bindande restriktioner på riksbankens penningpolitiska handlingsutrymme. De angav den korridor inom vilken riksbanken kunde manövrera.¹⁹

I denna värld kan det penningpolitiska förloppet summariskt beskrivas så här. En internationell konjunkturuppgång drev upp den

¹⁵ Korrelationen för samtida observationer för den årliga förändringen i penningmängden och i omloppshastigheten är kraftigt negativ: $-0,76$.

¹⁶ Ingves (1982) analyserar kreditmarknadens s.k. buffertfunktion närmare.

¹⁷ Inom ramen för denna studie har en ekonometrisk undersökning gjorts av penningpolitikens verkningar på industriproduktionen i Sverige. Den bygger på en indelning av åren 1948–90 i perioder då riksbanken ansett sin politik vara åstramande respektive expansiv. Sedan undersöks om penningpolitiken med utgångspunkt från denna kronologi haft signifikanta effekter på produktionen och inflationen. Metoden ger inte några slående slutsatser beträffande det kortsiktiga perspektivet, se Bergman och Jonung (1992).

¹⁸ Lundberg (1953) beskriver målade riksbankens försök att påverka regeringen med skrivelser.

¹⁹ Sverige följde här ett internationellt mönster. De flesta industriländer använde valutakontroller och olika former av kreditregleringar under Bretton Woods-perioden.

svenska exporten och därmed den svenska konjunkturen. Den inhemska ekonomiska aktiviteten, i synnerhet investeringsverksamheten, steg kraftigt med tendenser till överhettning. En alltför snabb inhemska konjunkturuppgång hotade att leda till utströmning av valuta. Riksbanken svarade under denna fas med en restriktiv politik med bl.a. diskontohöjningar. Den efterföljande nedgången, som infann sig när exporten vek i samband med en internationell lågkonjunktur, skapade sedan utrymme för en mer expansiv riksbankspolitik. Expansionen, som ägde rum under lågkonjunkturen, var förenlig med såväl intern som extern balans. Den hotade inte valutareserven och motverkade samtidigt nedgången i produktionen och sysselsättningen.

Den svenska blandningen av finans- och penningpolitik framstod som framgångsrik så länge den internationella miljön var gynnsam med hög ekonomisk tillväxt, låg inflation och stora likheter i den ekonomiska politiken i de ledande industriländerna, vilket var fallet under 1950- och 1960-talen. Normen fast växelkurs motsvarades av en norm för finanspolitiken: den offentliga sektorns budget var i stort sett balanserad. Vidare var inte utlandsupplåning ett accepterat alternativ. Penningpolitiken behövde i denna miljö inte ställas inför en allvarlig konflikt mellan inhemska och externa mål. I slutet av 1960-talet uppstod emellertid en klar målkonflikt. Nedgången i valutareserven bidrog till att riksbanken bedrev en hård åstramning för att skapa balans, det s.k. idiotstoppet. Bankens ledning motsatte sig upplåning i utlandet för att finansiera underskott i betalningsbalansen. Åtstramningspolitiken, som blev föremål för hård kritik, gav resultat efter en tid. Då hade emellertid förutsättningarna för stabiliseringspolitiken ändrats radikalt genom att Bretton Woods-systemet havererade i början av 1970-talet. Den första oljeprischocken bidrog till skillnader i den ekonomiska politiken mellan industriländerna. I Sverige inleddes den s.k. överbryggningspolitiken baserad på en expansiv finanspolitik. En period med privat upplåning utomlands tog sin början 1974. Från och med 1977 uppträdde staten som låntagare på den internationella marknaden.

Huvudmålet för riksbanken under den senare hälften av 1970-talet blev att motverka balansstörningarna som härstammade från betalningsbalansen och budgetunderskotten. De tidigare höga ambitionerna att styra konjunkturen fick vika för dessa överväganden. Riksbankens politik inriktades på att finansiera budgetunderskotten utan att skapa för stark inhemska likviditetsexpansion samt på att bemästra underskotten i betalningsbalansen. En serie devalveringar genomfördes 1976–82. Därmed hade de två normer som angav utrymmet för riksbankens manöverutrymme försvagats: den fasta växelkursen och det implicita förbudet för utlandsupplåning.

De snabba kasten i penningpolitiken under 1950- och 1960-talen, penningpolitikens "ryckighet" enligt dess kritiker, berodde främst på att en försämring av bytesbalansen inte fick mötas med upplåning

utomlands.²⁰ Under dessa decennier såg sig riksbanken föranlåten att strama åt den inhemska aktiviteten så kraftigt att valuta strömmade in i landet. Argumentet för denna typ av ”strypningspolitik” försvagades under 1970-talet när ett valutautflöde kunde motverkas med utlandsupplåning i stället för med kontraktiv politik. Genom upplåningen på de internationella finansmarknaderna blev riksbankens politik från mitten av 1970-talet till mitten av 1980-talet mindre fokuserad vid kortsiktiga valutarörelser än tidigare.

Åren 1983–85 utgjorde övergången till en ny penningpolitisk strategi byggd på fast växelkurs, en norm som förhindrade statlig utlandsupplåning samt på avreglering och därmed fungerande finansiella marknader. Riksbankens medelsuppsättning ändrades genom den avreglering som slutfördes under 1980-talet. Riksbankens mål blev nu att slå vakt om den fasta växelkursen genom en aktiv räntepolitik som påverkade de korta kapitalströmmarna.

Den nya penningpolitiska regimen gav fortfarande möjlighet till en viss konjunkturpolitisk inriktning av penningpolitiken inom den korridor som kronans växelkurs fluktuerade. Erfarenheterna under senare hälften av 1980-talet av detta system är dock otillräckliga för att bedöma i vilken utsträckning riksbanken har kunnat påverka den svenska konjunkturcykeln.

16.3. Riksbankens beteende i ett långsiktigt perspektiv

1944 års penningpolitiska program angav tre mål för riksbanken efter slutet av kriget: stabilisering av prisnivån, växelkursen och räntenivån utan att ange en klar inbördes rangordning. Hur väl har riksbanken uppfyllt dessa mål, vilka huvudsakligen var av långsiktig natur?

Fullmäktiges protokoll kastar ljus över riksbanksledningens syn på penningpolitiken. Ett slående drag är koncentrationen på det kortsiktiga eller cykliska förloppet. Utgångspunkten för fullmäktige är som regel den senaste statistiken över olika finansiella storheter. Det förekommer praktiskt taget ingen debatt om den långsiktiga inriktningen och de långsiktiga effekterna av penningpolitiken i protokollen för perioden 1945–90. Den penningpolitiska beslutsprocessen domineras av konjunktur- och krishantering.²¹ Riksbanken har ställts inför ett antal akuta problem och sett sig föranledd att vidta-

²⁰ Valutaregleringen förhindrade kapitalflöden som kunde motverka försämringen i bytesbalansen.

²¹ ”Ryckigheten” eller kortsiktigheten i riksbankens politik berodde till en viss del på att en nedgång i valutareserven inte kunde mötas med upplåning utomlands förrän i mitten av 1970-talet. Följaktligen tvingades riksbanken att omedelbart möta en utströmning av valuta med åtstramning för att slå vakt om valutareserven och den gällande fasta växelkursen.

ga steg för att möta dem. Åtgärderna motiveras ofta med pragmatiska argument. Några gånger har principiella synpunkter framförts i fullmäktige, huvudsakligen från de grupper som för tillfället befinner sig i opposition.²² Följaktligen har de avfärdats utan diskussion.²³ Ett viktigt skäl till denna "kortsiktighet" är att den fasta växelkursen utgjorde ledstjärnan för penningpolitiken under hela efterkrigstiden. Den begränsade därmed det penningpolitiska handlingsutrymmet.

Den officiella skrivningen i riksbankens årsbok och i förvaltningsberättelsen är även den inriktad på det senaste årets händelser, ett perspektiv som undertrycker, medvetet eller omedvetet, en analys av drivkrafterna bakom trender i storheter som inflationstakten, växelkursen för kronan och räntenivån. Det omfattande materialet av minnesanteckningar från mötena mellan riksbanken och affärsbankerna (kapitel 14) samt intervjuerna med riksbankscheferna (kapitel 15) ger samma intryck av tonvikt på löpande problem.

De långsiktiga verkningarna av penningpolitiken under efterkrigstiden kan med fördel diskuteras med utgångspunkt från de variabler som ingår i den s.k. bytesekvationen känd från kvantitetsteorin. Denna ekvation eller mer precist identitet kan skrivas som

$$M \cdot V = P \cdot y \text{ eller } M \cdot V = Y; \text{ där } Y = P \cdot y$$

M är penningmängden, V inkomstomloppshastigheten för pengar, P är prisnivån och y den reala nationalinkomsten. Produkten $P \cdot y$ utgör den nominella nationalinkomsten, betecknad som Y. Inkomstomloppshastigheten, V, är definierad som den nominella nationalinkomsten dividerad med penningmängden. Den beskriver det antal gånger som en krona används per period för att fullgöra betalningar för varor och tjänster som ingår i den nominella nationalinkomsten.

För att analysera utvecklingen över tiden är det lämpligt att uttrycka bytesekvationen i tillväxttermer som

$$\dot{M} + \dot{V} = \dot{P} + \dot{y} = \dot{Y}$$

där punkterna (·) ovanför variablerna står för procentuell förändring per tidsenhet, i fortsättningen per år.

²² Debatten om penningpolitiken ägde rum utanför riksbanken, bl.a. i bankoutsittet, senare i finansutskottet, i riksdagen, i olika offentliga utredningar samt i artiklar i pressen av ekonomer och affärsbanksrepresentanter. Riksbanken höll en låg profil i denna fram till början av 1980-talet. Bengt Dennis har som riksbankschef efter 1982 valt en mer aktiv roll som föredragshållare i penningpolitiska frågor.

²³ Kritiken inom fullmäktige kan sammanfattas på följande sätt. Företrädare för den borgerliga oppositionen framförde kritik mot de inhemska regleringarna under 1950- och 1960-talen. De socialdemokratiska oppositionsföreträdarna vände sig under åren 1977–82 mot den enligt deras uppfattning alltför expansiva finanspolitiken. Samma synpunkter framfördes av borgerliga representanter efter 1982. Moderata företrädare inom fullmäktige var starka kritiker av valutaregleringen under 1980-talet. I övrigt förekom inte några större motsättningar inom fullmäktige. För en genomgång av resonemangen inom fullmäktige, se kapitel 12 och Jonung och Frennberg (1992).

Tabell 16.1. Genomsnittlig tillväxt i penningmängden (\dot{M}), inkomstomloppshastigheten (\dot{V}), prisnivån (\dot{P}) och real bruttonationalinkomst (\dot{y}). Procent per år.

Period	\dot{M} (1)	\dot{V} (2)	\dot{P} (3)	\dot{y} (4)
1945–90	8,1	1,7	6,1	3,5
1950–59	7,8	0,7	4,9	3,5
1960–69	8,1	0,7	3,8	4,8
1970–79	10,9	0,9	8,7	2,7
1980–90	6,9	3,3	8,2	1,9

\dot{M} = Allmänhetens innehav av sedlar och mynt plus inlåning i affärsbankerna

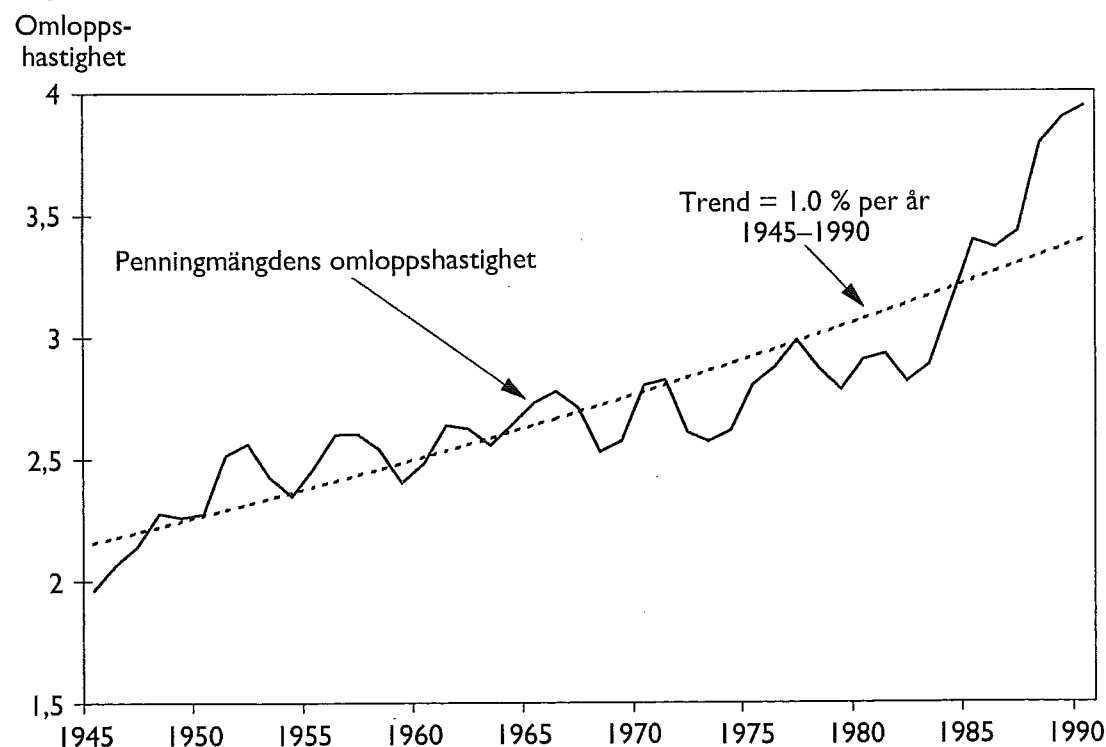
\dot{V} = Y/M

\dot{P} = BNP-deflatorn

\dot{y} = BNP i fasta priser (1980)

Siffrorna anger aritmetiskt medelvärde för respektive delperiod

Figur 16.2. Penningmängdens omloppshastighet (V), 1945–90.



Källa: Nationalräkenskaperna.

Tillväxten för de i bytesekvationen ingående variablerna under perioden 1945–90 anges i tabell 16.1. Penningmängden, här definerad som allmänhetens inlåning i affärsbankerna och innehav av sedlar (M_2), uppvisar den högsta tillväxten av de fyra storheterna i bytesekvationen för hela perioden: 8,1 procent per år. Den låg 1945 strax över 10 miljarder kronor. Motsvarande siffra var 45 år senare 341 miljarder. Inkomstomloppshastigheten växte med 1,7 procent per år från nivån 2 till 3,9 under åren 1945–1990. Prisinivån steg snabbt un-

der efterkrigstiden, den genomsnittliga inflationstakten var 6,1 procent per år. Slutligen låg den reala tillväxten på 3,5 procent per år med klart lägre tillväxt under 1970- och 1980-talen än under de två föregående decennierna.

Omloppshastigheten uppvisar en svagt positiv trend under efterkrigstiden med en markant uppgång under 1980-talet; se figur 16.2. Den långsiktiga uppgången i omloppshastigheten, vilken är ett internationellt fenomen i industriländerna under efterkrigstiden, är orsakad av en kombination av faktorer. En viktig faktor är den ökade finansiella sofistikeringsgraden, dvs. framväxten av ett antal finansiella instrument som utgör nära substitut till bankinlåningen, vilken är den största komponenten i penningmängden. Därmed minskar allmänheten sitt innehav av pengar i förhållande till andra tillgångstyper som aktier och obligationer. Omloppshastigheten får genom denna utveckling en positiv trend. Vidare har kombinationen av stigande inflation, ett nominellt baserat skattesystem och lågräntepolitiken, vilken gjort avkastningen på pengar mindre attraktiv, bidragit till uppgången i omloppshastigheten.²⁴

Det är en allmänt accepterad syn att den ekonomiska tillväxten på lång sikt bestäms av andra faktorer än de monetära. Av detta skäl kan man bortse från utvecklingen av den reala nationalinkomsten och koncentrera sig på sambandet mellan penningmängden och inflationen, de storheter som uppvisar den högsta tillväxten i tabell 16.1. Det finns goda skäl att misstänka att den kreditregleringspolitik som bedrevs i Sverige påverkade resursallokeringen negativt och därmed också höll tillbaka den reala tillväxten. Kreditmarknadspolitiken ersatte nämligen marknadsmekanismen med byråkratiskt och politiskt bestämd allokering av investeringar och kreditflöden. Detta framgår av bl.a. AP-fondens placeringspolitik som gynnade bostadssektorns och statens lånebehov. Den finansiella sektorn i Sverige hölls på sparlåga av regleringarna, något som illustreras av den snabba tillväxten av den finansiella sektorn under och efter avregleringen.²⁵ Det ligger emellertid utanför ramen för denna studie att granska effekterna av regleringspolitiken på den ekonomiska tillväxten i Sverige.

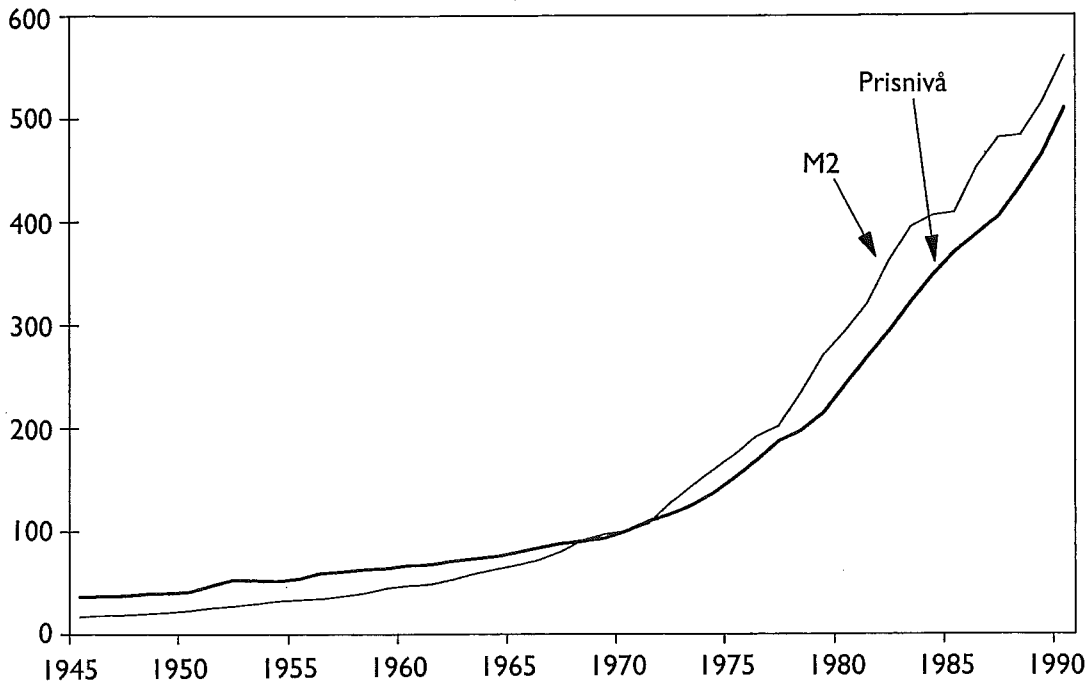
Prisnivån

Det finns en betydande långsiktig samvariation mellan tillväxten i penningmängden och i prisnivån, vilket illustreras i tabell 16.1 och i figur 16.3. I början av 1970-talet skjuter expansionen i de bägge serierna fart. 1970- och 1980-talen blir en period med hög och bestående

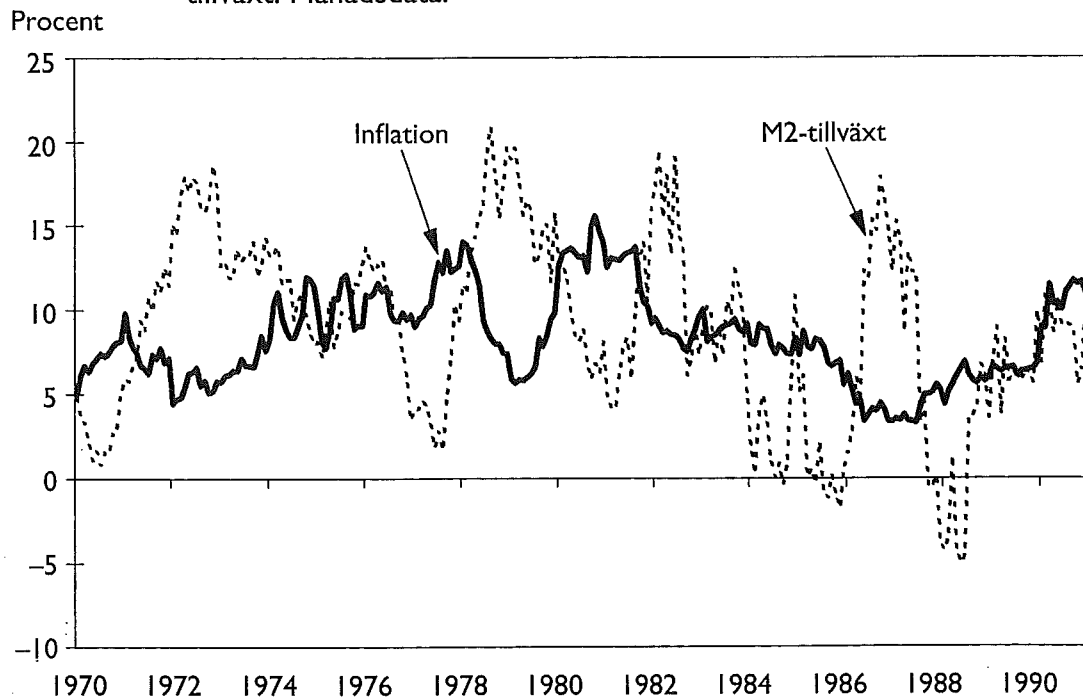
²⁴ En detaljerad analys av omloppshastighetens långsiktiga bestämningsfaktor finns i Bordo och Jonung (1987). Deras tester, vilka även täcker de svenska erfarenheterna, ger stöd för uppfattningen att omloppshastigheten bestäms av alternativkostnaden för penninginnehav, dvs. av räntan, samt av ett antal institutionella variabler.

²⁵ Se kapitel 5 och 6.

Figur 16.3. Prisnivån (P) och penningmängden (M2), 1945–90. Index 1970 = 100.



Figur 16.4. Inflation och penningmängdstillväxt (M2), 1970–90. Årlig procentuell tillväxt. Månadsdata.



Inflationen mäts med konsumentprisindex.

inflation sett i perspektivet av de två föregående decennierna. Figur 16.4 visar tillväxten i penningmängden och prisnivån på månadsbasis under perioden 1970–90. En jämförelse mellan figur 16.3 och 16.4 visar stor parallellitet i den långsiktiga tillväxten och samtidigt kraf-

tiga skillnader i de kortsiktiga fluktuationerna. Under vissa år expanderar penningmängden markant samtidigt som inflationstakten faller. Kurvorna utgör vid några tillfällen nästan varandras spegelbilder.

Hur kan dessa till synes motstridiga mönster förklaras? Den moderna kvantitetsteorin föreslår en möjlig tolkning. Enligt denna leder en ändring i tillväxten i penningutbudet på *kort sikt* till anpassning i de övriga tre storheterna: omloppshastigheten, prisnivån och den reala tillväxten (sysselsättningen). I första hand påverkas tillväxten-arbetslösheten. På *lång sikt*, inom loppet av fyra till fem år, återspeglas emellertid ändringen i penningmängden huvudsakligen i prisnivån medan verkningarna på tillväxten och omloppshastigheten försvinner. Detta ger då upphov till den gemensamma trenden i penningmängden och prisnivån i figur 16.3.²⁶

Det finns i dagens forskning ingen teori som på allvar ifrågasätter att tillväxt i penningmängden på lång sikt är en nödvändig förutsättning för tillväxt i prisnivån.²⁷ Tvistefrågan gäller främst i vilken utsträckning penningmängden bör ses som en endogen eller exogen storhet, dvs. om den är en passiv återspeglning av olika interna och externa förlopp eller om den står under riksbankens kontroll. Ekonomer betonar en fundamental skillnad mellan fast och rörlig växelkursregim. Vid en fast kurs har den inhemska centralbanken liten möjlighet att påverka ränteutvecklingen, prisnivån och penningmängden på lång sikt. Penningmängden blir då en endogen storhet bestämd av kopplingen till den fasta växelkursen. Den internationella trenden i räntor, inflation och penningmängd återspeglas i den inhemska utvecklingen för dessa storheter. Centralbanken intar här en passiv roll i penningutbudsprocessen. Om den inhemska stabiliseringspolitiken avviker från omvärldens medför detta på sikt justering av växelkursen, antingen depreciering, om den inhemska politiken varit mer expansiv än den internationella, eller appreciering, om den inhemska politiken varit mer kontraktiv än omvärldens. Med en rörlig växelkurs finns större möjlighet för centralbanken att självständigt bestämma penningutbudets storlek. Diskussionen om den svenska inflationens bestämningsfaktorer måste därför uppmärksamma växelkurspolitiken.

²⁶ Lucas (1986, s. 423) betraktar kvantitetsteorin som ett exempel på "empirical success in economics" när det gäller det långsiktiga sambandet mellan penningmängd och prisnivå. Teorin har enligt honom emellertid i stort sett ingen förmåga att förklara förändringar i priser och pengar på månadsbasis, dvs. på kort sikt.

²⁷ Se här t.ex. Lucas (1986, s. 405) som med utgångspunkt från kvantitetsteorin hävdar att problemet att kontrollera inflation har lösts framgångsrikt i "en vetenskaplig bemärkelse", dvs. kontroll över penningmängden ger kontroll över inflationen. På det politiska planet är däremot inte inflationsproblemet löst enligt Lucas.

Växelkursen²⁸

För en liten och öppen ekonomi som den svenska har växelkursen och det internationella makroförloppet utövat ett centralt inflytande på den inhemska utvecklingen. Fram till början av 1970-talet var Sveriges ekonomiska politik anpassad till omvärldens. Den svenska inflationen och penningmängden följde då i stort det internationella mönstret av låg och stabil expansion. Riksbanken kunde under dessa år framgångsrikt upprätthålla en fast växelkurs för kronan. Denna var inte allvarligt hotad, även om riksbanken vid några tillfällen uttryckte stor oro, bl.a. vid pundets devalvering på hösten 1967 och under 1969–70.

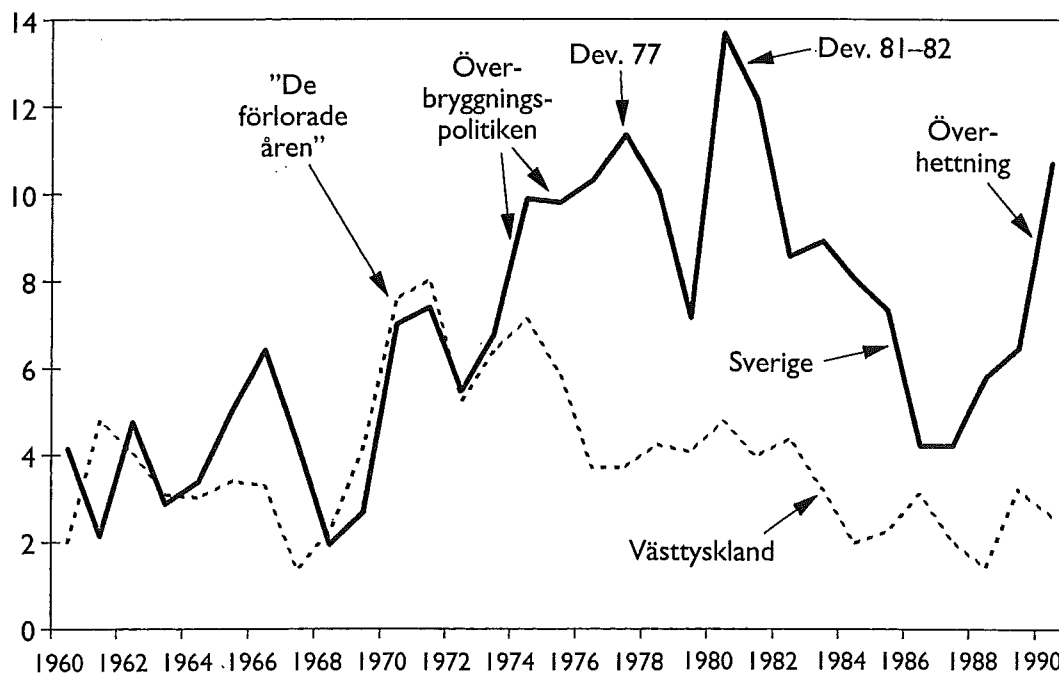
Som svar på OPEC I inleddes genom överbryggingspolitiken en period med expansiv svensk finanspolitik i förhållande till utlandet. Överbryggningen, som i stort syftade till att ”hoppa över” den väntade internationella konjunktur nedgången efter OPEC I, var betingad av en bred politisk uppslutning kring fullsysselsättningsmålet. I detta klimat slöts höga löneavtal 1975–76 vilka dock inte var förenliga med den fasta växelkursen. Kronan var nämligen samtidigt kopplad till den västtyska marken genom den s.k. valutaormen. Den fasta växelkursen fungerade inte som någon effektiv restriktion på den inhemska stabiliseringspolitiken. Riksbanken ackommoderade finanspolitiken. Följaktligen blev penningpolitiken och därmed på sikt växelkursen underordnad finanspolitiken, vars främsta mål var att upprätthålla full sysselsättning

Överbryggingspolitiken gjorde att ett inflationsgap öppnade sig kring 1974 mellan Sverige och omvärlden, i synnerhet mot Västtyskland. Gapet blev bestående fram till början av 1990-talet enligt figur 16.5. Den snabbare svenska inflationen reducerade konkurrenskraften för svensk export. Svårhanterliga bytesbalansunderskott växte fram från och med 1974. De möttes av två reaktioner från de ansvariga för den ekonomiska politiken: dels av en serie devalveringar 1976–82 i syfte att återställa konkurrenskraften, dels av en omfattande kapitalimport.²⁹

Efter de stora devalveringarna 1981–82 blev penningpolitiken starkare inriktad på försvar av den fasta växelkursen, dvs. på att skapa och bevara trovärdigheten för den etablerade kursen, bl.a. annonserades 1984 en norm som innebar hinder för statlig utlandsupplåning. Upplåningsnormen bör betraktas som ett försök att lägga band på riksdagens benägenhet att finansiera statliga utgifter genom upplåning. Devalveringspolitiken och inflationen hade emellertid skapat förväntningar om framtida hög inflation och om nya de-

²⁸ Diskussionen här om växelkursen är summarisk. Se kapitel 10 och 11 för en närmare granskning av valutapolitiken.

²⁹ Devalveringarnas storlek och tidpunkt finns återgivna i tabell 12.1. En närmare analys av 1970- och 1980-talens växelkurspolitik och dess effekter ges i kapitel 10 och 11 samt i bidragen i Jonung (1991).

Figur 16.5. Inflationen i Sverige och Västtyskland, 1960–90. Procent.

Konsumentprisindex för Sverige och Västtyskland.

Källa: OECD main economic indicators.

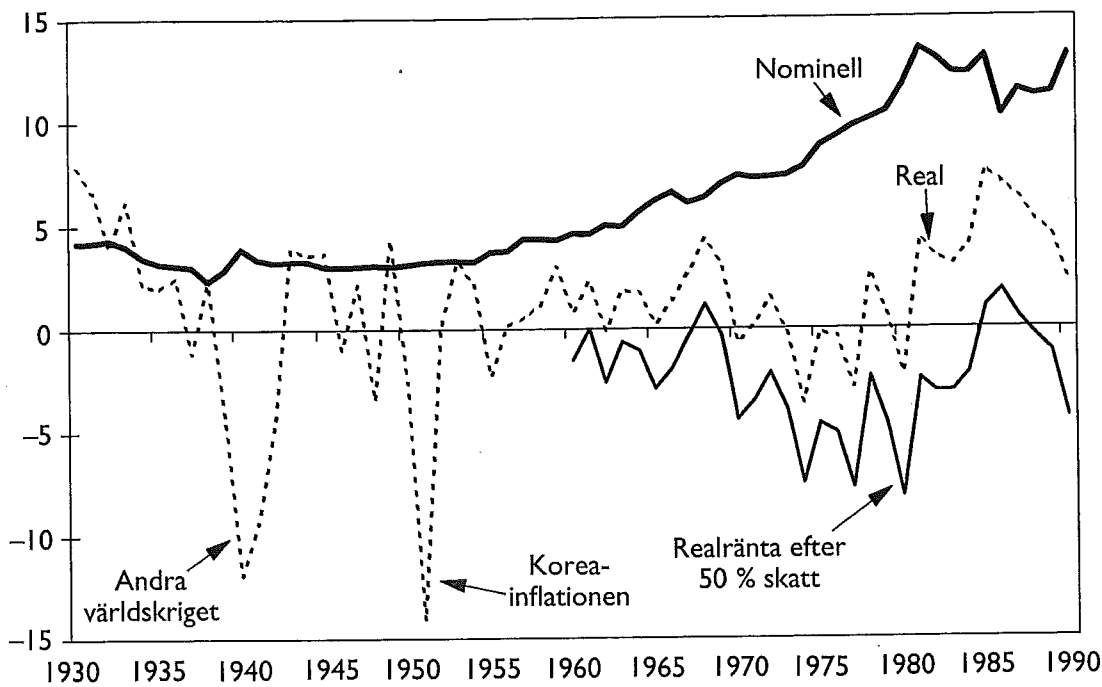
valveringar, något som försvårade övergången till en låginflationspolitik. Som framgår av figur 16.5 föreföll den svenska inflationen konvergera mot den västtyska 1986–87. Detta närmande bröts av överhettningen i den svenska ekonomin i slutet av 1980-talet, vilket medförde löneökningar som på sikt var oförenliga med full sysselsättning vid oförändrad fast växelkurs. En ny kostnadskris utvecklades under åren 1989–92. I början av 1990 lades stabiliseringspolitiken om i deflationistisk riktning. I takt med stigande arbetslöshet och framväxande finanskris växte förväntningarna om en ändring i växelkursen. Dessa förväntningar, baserade på de föregående devalveringarna, bidrog till att riksbanken tvingades överge den fasta växelkursen den 19 november 1992 under en period med omfattande internationell valutaoro.³⁰

Räntan

Den långsiktiga ökningen i inflationstakten under perioden 1945–90 påverkade inte bara växelkursen utan även räntenivån i Sverige. Den nominella räntenivån steg trendmässigt. Obligationsräntan låg 1945 kring 3 procent. Motsvarande räntesats 1990 befann sig på en nivå kring 12 procent. Se figur 16.6. Uppgången förklaras främst av de inflationsförväntningar som utvecklats som ett resultat av den

³⁰ Svensk ekonomi utsattes för ett antal s.k. räntechocker 1990–92 då riksbanken demonstrerade sin beslutsamhet att försvara den fasta växelkursen med hjälp av märkbara höjningar av ränteläget. Ett klimax för denna politik registrerades i september 1992 i samband med livlig spekulation mot kronan.

Figur 16.6. Nominell och real obligationsränta 1930–90. Procent.



långa och i stort sett obrutna inflationsprocessen under efterkrigstiden. Långivare garderade sig genom att kräva en inflationspremie och låntagare accepterade att betala en sådan ersättning. Processen underlättades av de avdragsmöjligheter som skapades av skattesystemet.

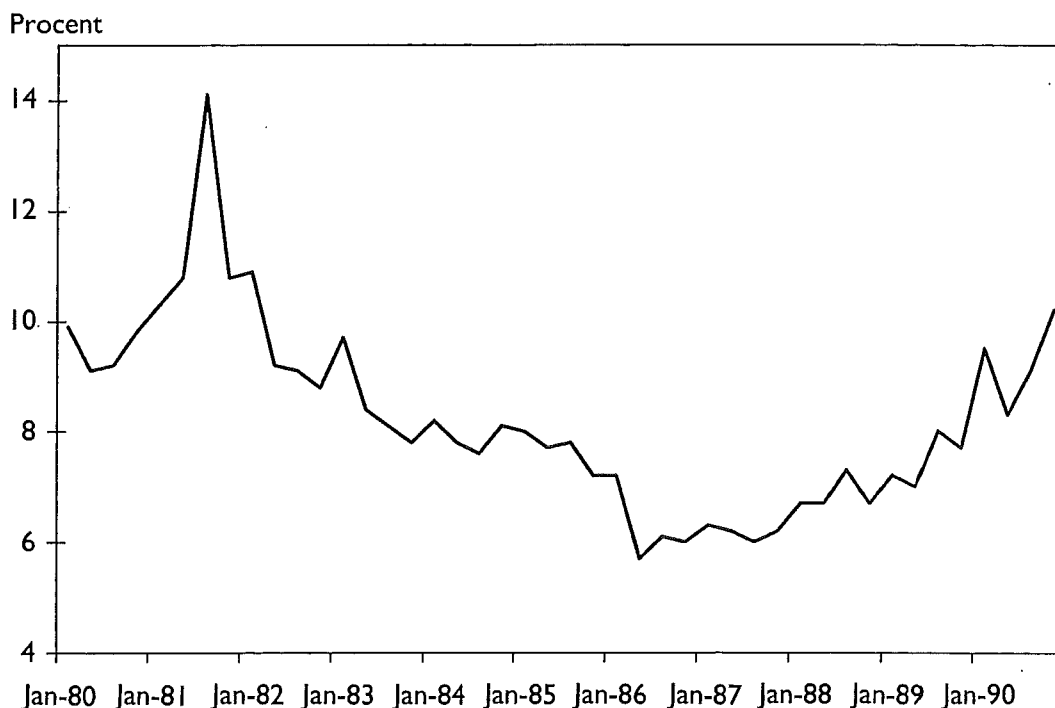
Som beskrivits tidigare hade riksbanken länge som mål att hålla nere den nominella räntenivån genom olika regleringar. Resultatet av denna politik blev en ransonering av kreditvolymen vid en nominell ränta som låg under jämviktsräntan. Den reala räntan, dvs. räntan efter inflation, blev under vissa år negativ som följd av denna politik. Om skattesystemets effekter också beaktas, blir slutsatsen att realräntan efter skatt var negativ under långa perioder av efterkrigstiden. Se figur 16.6. Omläggningen av skattesystemet samt en fallande inflation, den s.k. desinflationen, bidrog i början av 1990-talet till ett unikt högt läge för den svenska realräntan. Den snabba övergången till hög realränta skapade krisen på fastighetsmarknaden och därmed i kreditsystemet.

Slutsatser

På lång sikt finns ett nära samband mellan tillväxten i penningmängden och inflationen i Sverige.³¹ Den höga inhemska inflationen i förhållande till omvärldens inflation bidrog till devalveringarna och drev upp den nominella räntenivån i den svenska ekonomin.³² Deval-

³¹ Statistiken över prisnivå och penningmängd i Sverige som tar sin början under första hälften av 1700-talet ger gott stöd för denna tolkning. Se Jonung (1976).

³² Inflationsprocessen har haft en rad effekter på inkomstfördelningen och resursanvändningen. Dessa effekter behandlas inte här.

Figur 16.7. Den förväntade inflationen 1980:1–1990:4.

veringarna bekräftade i sin tur inflationstrenden. Tillväxten i penningmängden bör betraktas som en nödvändig förutsättning för detta förlopp. Riksbanken intog en förhållandevis passiv attityd i inflationsprocessen. Den hade inte styrkan att motstå trycket från regeringen och riksdagen utan ackommoderade den expansiva finanspolitiken genom att devalvera och tillåta penningmängden växa förhållandevis snabbt.

Diskussionen inom riksbanken så som den dokumenteras i fullmäktiges protokoll och i anteckningarna från mötena mellan riksbanken och affärsbankerna berörde i liten utsträckning inflationen. Detta kan synas märkligt med tanke på att 1944 års penningpolitiska program fastslog som norm för riksbankspolitik att prisnivå skulle falla i proportion till tillväxten i produktionen. Sverige skulle haft en fallande prisnivå under efterkrigstiden om riksbanken följt denna norm för penningpolitiken.

Ledningen för riksbanken förefaller ha blivit så upptagen med kortsiktiga problem som konjunkturstabilisering och krishantering att det mer långsiktiga målet stabil prisnivå hamnade i skymundan. Det är möjligt att ledningen inte såg någon omedelbar koppling mellan penningpolitiken och inflationen. Inflationsbekämpningen gavs i alla fall inte högsta prioritet, i synnerhet inte efter OPEC I. Riksbanken följde via växelkursen också det internationella mönstret av stigande inflation som började efter OPEC I, i stället var full sysselsättning det främsta målet för den ekonomiska politiken. När inflationen sköt fart under 1970-talet, blev riksbanken fullt upptagen med att söka dämpa effekterna av de snabbt växande budgetunder-

skotten, av försöken att kringgå kreditregleringarna och av underskotten i bytesbalansen. Målet fast penningvärde, vilket nedtonades under 1950- och 1960-talen, försvagades än mer under 1970- och början av 1980-talet.³³

Ett viktigt skäl till att penningpolitiken inte mer aktivt bekämpade inflationen var att riksbanken hindrades att använda ränteändringar i tillräcklig utsträckning på grund av de politiska restriktioner som lagts på banken i form av lågräntepolitiken.³⁴ Riksbankens försök att i stället kontrollera inflationen med kvantitativa regleringar av utlåningsvolymen visade sig otillräckliga. Efter avregleringen under senare hälften av 1980-talet, kunde riksbanken i och för sig använda det s.k. räntevapnet mer aktivt än tidigare. Nu framstod en fast växelkurs och därmed också låg inflation som de viktigaste målen för riksbanken inför 1990-talet. Räntepolitiken blev starkt externt orienterad. Den användes främst till försvaret av den fasta växelkursen.

När riksbanken tvingades överge den fasta växelkursen och låta kronan flyta den 19 november 1992, deklarerade riksbankschefen att målet för den svenska penningpolitiken skulle vara en låg inflationstakt. I januari 1993 preciserade ett enigt fullmäktige prisstabiliseringsmålet på följande sätt: Från och med år 1995 skall inflationen begränsas till 2 procent per år plus minus 1 procent. Det återstår att se om riksbanken kommer att lyckas bättre med detta mål under senare hälften av 1990-talet än med sina mål under de närmast föregående decennierna.

³³ Enligt uppgift från Erik Karlsson kom makten över penningpolitiken att delvis överflyttas till det nyinrättade ekonomidepartementet under den borgerliga regeringsperioden 1976–82. Detta medförde att riksbanken fann det svårare än annars att använda räntehöjningar som ett medel mot inflation.

³⁴ Skattesystemets konstruktion gjorde samtidigt stora grupper av låntagare okänsliga för ränteändringar vid hög inflation, ett argument som framfördes från riksbankens sida under den starka inflationen i slutet av 1970-talet och början av 1980-talet.

Referenser

- Agell, J. och Södersten, J. (1982), "Skatteregler och realinvesteringar", i SOU 1982:53: *Kreditpolitiken. Fakta, teorier, erfarenheter*.
- Arrow, K. J. (1953), "Le rôle des valeurs boursières pour la répartition la meilleure des risques". *Econométrie*. Centre National de la Recherche scientifique, Paris.
- Arvidsson, G. (1956), "En enkät rörande verkningarna av investeringsavgiften, kreditåtstramningen och räntehöjningarna på den svenska industris investeringar 1955", *Ekonomisk Tidskrift*.
- Arvidsson, G. (1958), *Bostadsfinansiering och kreditpolitik*, Hyresgästernas Förlags AB, Stockholm.
- Backus, D.K. och Kehoe, P.J. (1992), "International Evidence on the Historical Properties of Business Cycles", *American Economic Review* 82, 864–888.
- Barro, R. J. (1974), "Are Government Bonds Net Wealth?". *Journal of Political Economy*.
- Berg, L. (1988), *Hushållens sparande och konsumtion*, rapport till spardelegationen.
- Berg, L. och Bergström, R. (1991), "A Quarterly Consumption Function for Sweden 1970–1989", Research Report 91–5, Statistiska institutionen, Uppsala Universitet.
- Bergman, M. och Jonung, L. (1992), "Penningpolitikens effekter i Sverige 1945–1989", stencil, riksbanksprojektet.
- Bergström, H. (1987), *Rivstart? Om övergången från opposition till regering*. Tidens förlag, Stockholm.
- Bergström, H., (1991), "Devalveringens politiska tillkomst och logik", kap. 11 i L. Jonung, red., *Devalveringen 1982 – rivstart eller snedtändning?* SNS Förlag.
- Bergström, V. (1977), "Kan devalveringen lyckas?", *Ekonomisk debatt*, 3.
- Bergström, V., (1988), "Socialdemokratin i regeringsställning. Program och ekonomisk politik 1920–1988.", Stockholm, FIEF.
- Berle, A. A. och Means, G. C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*. The Commerce Clearing House, New York.
- Betalningsbalansutredningen SOU 1971:31.*
- Bordo, M. D. och Jonung, L. (1987), *The Long-Run Behavior of the Velocity of Circulation. The International Evidence*. Cambridge University Press, New York.
- Brownstone, D., Englund, P. och Persson, M. (1985), "Effects of the Swedish 1983–85 Tax Reform on the Demand for Owner-occupied Housing: A Microsimulation Approach", *Scandinavian Journal of Economics*, 87, 625–646.
- Buchanan, J. M. (1958), *Public Principles of Public Debt*. Irwin, Homewood, Illinois.
- Buchanan, J. M. och Wagner, R. E. (1978), "The Political Biases of Keynesian Economics", i Buchanan-Wagner (utg.) *Fiscal Responsibility in Constitutional Democracy*. Martinus Nijhoff, Leiden och Boston.
- Burdekin, R., Wihlborg, C. och Willett, T. (1992), "A Monetary Constitution Case for an Independent European Central Bank". *The World Economy*, mars.

- Calmfors, L. (1975), "Den svenska inflationen och de internationella prisimpulserna", *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*, 4.
- Calmfors, L. (1976), "Inflation, sysselsättning och växelkurspolitik", *Ekonomisk Debatt*, 6.
- Calmfors, L. (1980), "Valutaregleringen, kapitalrörelserna och stabiliseringspolitiken", SOU 1980:51.
- Calmfors, L. (1985), "Valutaregleringen kan avvecklas", *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*, 3.
- Calmfors, L. och Lundberg, E. (1974), "Sverige bör revalvera – nu", *Veckans Affärer*.
- Calmfors, L., Lundgren, L. och Nordin, A. (1976), *Den onödiga inflationen*. Trygg Hansa, Stockholm.
- Campbell, J.Y. och Mankiw, N.G. (1991), "The Response of Consumption to Income: A Cross-Country Investigation". *European Economic Review* 35, 723–756.
- Carlson, B. (1992), "Den enprocentiga revolutionen. Debatten om riksbankens ställning i samband med räntekuppen 1957", rapport inom riksbanksprojektet.
- Cassel, G. (1918), "Abnormal Deviations in International Exchanges", *Economic Journal*, september.
- Chouraqui, J-C., Driscoll, M. och Strauss-Kahn, M-O. (1988), "The Effects of Monetary Policy on the Real Sector: An Overview of Empirical Evidence for Selected OECD Economies", working papers, Department of economics and statistics, nr 51, OECD.
- Coase, R. H. (1937), "The Nature of the Firm", *Economica*.
- Coase, R. H. (1960), "The Problem of Social Cost". *The Journal of Law and Economics*.
- Dahlfors, G. (1991), "Nationalekonomernas syn på växelkurspolitiken 1973–1985" i Jonung, L. (red.) *Devalveringen 1982 – rivstart eller snedtändning?*, SNS Förlag, Stockholm.
- Dahmén, E. (1963), "Kapitalrörelser och den ekonomiska politiken", *Ekonomisk Revy*, 5.
- Delors Committee on the Study of Economic and Monetary Union (1989) *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*. Office for Official Publications of the European Communities, Luxemburg.
- Ds 1950:57. *Branschglidning i den finansiella sektorn*.
- DsFi 1986:18, *Realränteskatt*.
- Duffie, D. och Huang, C. (1985), "Implementing Arrow-Debreu Equilibria by Continuous Trading of a Few Long-Lived Securities". *Econometrica*.
- Eklund, K. (1981), "Sven Grassman och verkligheten", *Ekonomisk Debatt*, 8.
- Eklöf, K. (1990a), *Penningpolitikens mål och medel, 1955–1967*, Occasional Paper 7, Sveriges riksbank.
- Eklöf, K. (1990b) *Tre valutakriser*, Occasional Paper 8, Sveriges riksbank. *Ekonomisk revy* 1945.
- Eliasson, G. (1967), *Kreditmarknaden och industrins investeringar*, Uppsala.
- Englund, P., McPhee, S. och Viotti, S. (1985), "Ränteparitet och ränteberoende", *Ekonomisk Debatt*, 4.
- Englund, P. et al. (1987), "Penningmarknad, räntebildning och valutaflöden", *Långtidsutredningen*, App. 14.
- Englund, P., Persson, T. och Svensson, L.E.O. (1992), "Swedish Business Cycles 1861–1988", i *Journal of Monetary Economics* 30, 343–371.

- Feldt, K.-O. (1991), *Alla dessa dagar – I regeringen 1982–1990*, Norstedts förlag, Stockholm.
- Fischer, S. (1986), *Indexing, Inflation and Economic Policy*, MIT Press.
- Fisher, I. (1933), "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*.
- Frankel, J. A. och MacArthur, A. (1988), "Political vs Currency Premia in International Real Interest Differentials", *European Economic Review*, 1083–1121.
- Franzén, T. och Sardelis, C. (1988), "Terminsmarknaden och riksbankens penning- och valutapolitik", *Kredit- och valutaöversikt*, 4.
- Franzén, T. och Ugglå, M. (1978), "Valutaoron sommaren 1977", *Ekonomisk Debatt*, 2.
- Frennberg, P. och Jonung, L. (1992), "En svensk konjunkturkronologi 1945–1990", rapport inom riksbanksprojektet.
- Friberg, L. (1973), *Styre i kristid*, Allmänna Förlaget.
- Friedman, B. M. (1983), "The Roles of Money and Credit in Macroeconomic Analysis", i J. Tobin (utg.), *Macroeconomics, Prices and Quantities: Essays in Memory of Arthur M. Okun*, Brookings Institution, Washington, D.C.
- Friedman, B. M. (1988), "Lessons on monetary policy from the 1980s", *Journal of Economic Perspectives*, nr 3.
- Friedman, B. M. och Kuttner, K. N. (1992), "Money, Income, Prices and Interest Rates", *American Economic Review*, juni.
- Friedman, M. och Schwartz, A. (1963), *A Monetary History of the United States, 1867–1960*, Princeton University Press, Princeton.
- Fry, M. (1988), *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, Johns Hopkins University Press, London.
- Glete, J. (1987), *Ågande och industriell omvandling*. SNS Förlag, Stockholm.
- Grassman, S. (1967), "Betalningsbalansens restpost", *Skandinaviska Bankens Kvartalsskrift*.
- Grassman, S. (1973), *Exchange Reserves and the Financial Structure of Foreign Trade*, Saxon House Studies, Westmead.
- Grassman, S. (1974), *Ekonomins gångjärn*, Publica, Stockholm.
- Grassman, S. (1977), "Bytesbalans, devalvering, kapitalimport", *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*.
- Grassman, S. (1981), *Det tysta riket*, Ordfront, Stockholm.
- Guardia, J. (1978), "The Effectiveness of Controls on Capital Movements", Committee for Invisible Transactions, DAF/INF/78,64, OECD.
- Hansen, B. (1956), "Utlandspriser och penningvärde", *Ekonomisk Tidskrift*, 123–131.
- Hansen, B. (1961) *Foreign Trade Credits and Exchange Reserves. A Contribution to the Theory of International Capital Movements*, Amsterdam.
- Hansson, I. (1983), "Skattereformen och de totala marginaleffekterna", *Ekonomisk Debatt* 1, 17–23.
- Hayek, F. A., *Denationalisation of Money: An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*. Hobart Paper, Institute of Economic Affairs.
- Hendershott, P.H., Turner, B. och Waller, T. (1992), "Computing Expected Housing Finance Subsidy Costs; an Application to the Current and Proposed Swedish Finance Systems", *Scandinavian Housing and Planning Research*.
- Henrekson, M. (1991), "Devalveringarnas effekter på den svenska ekono-

- mins struktur" i Jonung, L. (red.) *Devalveringen 1982 – rivstart eller snedtändning?* SNS Förlag, Stockholm.
- Hildebrand, K.-G. (1971), *I omvandlingens tjänst. Svenska Handelsbanken 1871–1955*. Stockholm.
- Hörngren, L. och Viotti, S. (1985), "Valutarörelser och penningpolitik", *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*, 2.
- Hörngren, L. och Vredin, A. (1986), "The Foreign Exchange Risk Premium – A Review of Evidence", FIEF, Stockholm.
- Hörngren, L. och Westman-Mårtensson, A. (1991), "Swedish Monetary Policy: Institutions, Targets, and Instruments", arbetsrapport, nr 2, Sveriges riksbank.
- Ingves, S. (1982), "Den oreglerade kreditmarknaden", i SOU 1982:53: *Kreditpolitiken. Fakta, teorier, erfarenheter*.
- Jao, Y. C. (1987), "Theories and Policy Implications of Financial Innovations". *Journal of Economics and International Relations*.
- Japelli, T. och Pagano, M. (1989), "Consumption and Capital Market Imperfections: An International Comparison", *American Economic Review* 79, 1088–1105.
- af Jochnick, K. (1987), "Kreditmarknaden första året utan utlåningstak", *Kredit och valutaöversikt* 1987:1, 5–19.
- Joge, S. (1973), "En uppvärdering räcker inte", *Dagens Nyheter*, 18/9.
- Jonung, L. (1976), "Money and Prices in Sweden 1732–1972", *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 78.
- Jonung, L. (1977), "Knut Wicksells prisstabiliseringsnorm och penningpolitiken på 1930-talet", i J. Herin och L. Werin, red., *Ekonomisk debatt och ekonomisk politik, Nationalekonomiska föreningen 100 år*, Stockholm.
- Jonung, L. (1978), "En stabil stabiliseringspolitik", *Ekonomisk Debatt*, 1.
- Jonung, L. (1984), *Prisregleringen, företagen och förhandlingsekonomin*, SNS Förlag, Stockholm.
- Jonung, L., red. (1991), *Devalveringen 1982 – rivstart eller snedtändning?*, SNS Förlag, Stockholm.
- Jonung, L. och Frennberg, P. (1992), "Riksbankens politik 1945–1990", manuskript inom riksbanksprojektet.
- Karlsson, C. (1990), "De utländska investeringarna 1945–1990", examensarbete, Nationalekonomiska institutionen, Göteborgs universitet.
- Klackenberg, L. (1963), "Valutaregleringen och den ekonomiska politiken", *Ekonomisk Revy*, 6.
- Kock, K. (1962), *Kreditmarknad och räntepolitik 1924–1958. Andra delen*. Almqvist & Wiksell, Stockholm, Göteborg och Uppsala.
- Konjunkturinstitutet (1973), *Effects of Credit Policy – Swedish Survey Evidence 1969–1971*, Occasional Paper 7.
- Kouri, P. J. K. och Porter, M. G. (1974), "International Capital Flows and Portfolio Equilibrium", *Journal of Political Economy*.
- Kragh, B. (1963), "Valutaregleringen och målen för den ekonomiska politiken", bihang till prop. 1963:139.
- Leander, P. (1992), "Den svenska valutaregleringens historia", arbetsrapport, Nationalekonomiska institutionen, Göteborgs universitet.
- Leksell, L. och Widebäck, C. (1981), "Valutaregleringen och företagens direktinvesteringar i utlandet", *Ekonomisk Debatt*, 1.
- Lemne, M. (1992), *Minnesanteckningar*, 15/1.
- Lindbeck, A. (1975), *Svensk ekonomisk politik*, Aldus, Stockholm.

- Lindbeck, A. et al. (1973), "Höj kronans värde", *Veckans Affärer*.
- Lindgren, H. (1988), *Bank, investmentbolag, bankirfirma*. Almqvist & Wiksell (i distribution), Stockholm.
- Lucas, R.E. (1986), "Adaptive Behavior and Economic Theory", *Journal of Business*, vol. 59, s. 401–25.
- Lundberg, E. (1948), "Inflationsanalys och ekonomisk teori", *Ekonomisk Tidskrift*, 143–170.
- Lundberg, E. (1949), "Rörande kronans yttre värde", PM, riksbanken.
- Lundberg, E. (1953), *Konjunkturer och ekonomisk politik*, SNS Förlag, Stockholm.
- Lundberg, E. (1973), "Låt kronans värde stiga", *Dagens Nyheter*, 4/7.
- Lundberg, E. (1977), "Ekonomernas debatt om ekonomisk politik. Strödda synpunkter" i Herin, J. och Werin, L. (red.) *Ekonomisk debatt och ekonomisk politik, Nationalekonomiska föreningen 100 år*, Norstedts, Stockholm.
- Lundberg, E. och Lundgren, Å. (1964), "Balance of payments and exchange rate problems in Scandinavian countries", PM till Sven Jøge.
- Lundgren, N. (1973), "Värdera upp kronan!", *Dagens Nyheter*, 14/6.
- Lundgren, N. (1976), "Regeringens första stora misstag". *Ekonomisk Debatt*, 6.
- Lybeck, J. A. (1974), "Vad styr riksbankens aktioner?", *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*, 3.
- Lybeck, J. A. (1977), "Effekterna av riksbankens kreditpolitik på konsumtion, investeringar och importen av utländskt kapital", *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*.
- Lybeck, J. A. (1982), "Varning för variabla växelkurser", *Ekonomisk Debatt*, 2.
- Lybeck, J. A. (1985), *Devalveringarna – ett inslag i de nordiska ländernas stabiliseringspolitik*, Liber Förlag, Stockholm.
- Machlup, F. (1949), "The Theory of Foreign Exchanges" i Ellis, H. S. och Metzler, L. A. (red.) *Readings in the Theory of International Trade*, Blakiston, Philadelphia.
- Manne, H. G. (1965), "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*.
- Meidner, R. (1948), "Lönepolitikens dilemma vid full sysselsättning", *Tiden*, 464-471.
- Meltzer, A. (1991), "The Fed at Seventy-five", kapitel 1 i M. T. Belongia, red., *Monetary policy on the 75th Anniversary of the Federal Reserve System*, Kluwer Publishers, Boston.
- Merton, R. C. (1969), "Life-Time Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous-Time Case". *Review of Economics and Statistics*.
- Metelius, B. (1955), "Utlandstransaktionerna och den svenska ekonomin", *SOU* 1955:13.
- Meyerson, P.-M., Ståhl, I. och Wickman, K. (1990), *Makten över bostaden*, SNS Förlag.
- Modigliani, F. och Miller, M. H. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *American Economic Review*.
- Mundell, R. (1962), "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy under Fixed Exchange Rates", *IMF Staff Papers*, 70–79.
- Mundell, R. (1963), "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates", *Canadian Journal of Economics and Political Science*, november.
- Myhrman, J. (1975), "Penningpolitik och valutapolitik i en öppen ekonomi", *Ekonomisk Debatt*, 4.

- Myhrman, J. (1978), "Dags för omprövning av svensk penningpolitik", *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*, 1/2.
- Myhrman, J. (1980), "Penningpolitik och utländsk upplåning i början av 1980-talet", *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*, 1/2.
- Myrdal, G. (1944), "Höga skatter och låga räntor", i *Studier i ekonomi och historia tillägnade Eli F. Heckscher*, Almqvist & Wiksell, Uppsala.
- Myrdal, G. (1951), "Utvecklingen mot planhushållning II", *Tiden*, nr 3, 134–150.
- Norgren, C. och Åström, N. (1971), "Smidigare betalningstrafik", *Dagens Nyheter*, 24/11.
- Obstfeld, M. (1982), "Can We Sterilize? Theory and Evidence", *American Economic Review*, maj.
- Obstfeld, M. (1986), "Capital Mobility in the World Economy. Theory and Measurement", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 55–104.
- Ohlin, B. (1973), "Inflationen kan halveras", *Dagens Nyheter*, 7/11.
- Ohlin, B. (1975), *Memoarer 1940–51 – Socialistisk skördetid kom bort*, Bonniers, Stockholm.
- Olsson, A. (1993), *Finansiella tillgångar och skulder i Sverige 1945–90*. Nationalekonomiska institutionen, Stockholms universitet. (Under utgivning.)
- Olsson, U. (1971), *Bank, familj och företagande. Stockholms Enskilda Bank 1924–45*. Stockholm.
- Oxelheim, L. (1984a), "Styrsystem och riskreducering. Hur hanterar de största svenska företagen valutarisker?" i Eliasson et al., *Hur styrs stora företag?*, IUI, Stockholm.
- Oxelheim, L. (1984b), "Företaget och valutaregleringen", Scandinavian Institute for Foreign Exchange Research.
- Oxelheim, L. (1990), *International Financial Integration*, Springer Verlag, Berlin.
- Payment Systems in Eleven Developed Countries*. BIS, december 1991.
- Pekkarinen, J. (1982), "Aktiv växelkurspolitik betyder inte bara devalveringar", *Ekonomisk Debatt*, 5.
- Penning- & Valutapolitik*, 1991:3.
- Pettersson, L., (1991), "Lågräntepolitiken, bostadsbyggandet och historien. Något om regleringspolitikens rötter och orsaker", stencil, ekonomisk-historiska institutionen, Lund.
- Pontusson, J. (1984), *Public pension funds and the politics of capital formation in Sweden*, Arbetslivscentrum.
- Poole, W. (1988), "Monetary Policy Lessons of Recent Inflation and Disinflation", *Journal of Economic Perspectives*, nr 3.
- Pålsson, A. M. (1983), *Hushållen och kreditpolitiken*, Nationalekonomiska institutionen, Lunds universitet.
- Rehn, G. (1950), "Lönepolitiken och fullsysselsättningen", *Ekonomisk Tidskrift*, 62–67.
- Rehn, G. (1973), "Argument för revalvering snarast", PM, riksbanken.
- Rogoff, K. (1984), "On the Effects of Sterilized Interventions: An Analysis of Weekly Data", *Journal of Monetary Economics*, 133–150.
- Rooth, I., (1985), *Ivar Rooth: riksbankschef 1929–1948. En autobiografi* (intalad för och utskriven av Gösta Rooth), Stockholm.
- Rosengren, B. (1975), "Valutareglering och nationell ekonomisk politik", Me-

- morandum 46, Nationalekonomiska institutionen, Göteborgs universitet.
- Rothstein, B. (1992), *Den korporativa staten*, Norstedts, Stockholm.
- Röckert, F. (1990), "Återinvesterade vinstmedel och direktinvesteringar".
Penning- & valutapolitik.
- Sandelin, B. och Södersten, B. (1978), *Betalt för att bo*. Rabén & Sjögren, Stockholm.
- Schwartz, A. (1992), *Monetarism and Monetary Policy*, Occasional paper 86, IEA, London.
- Sjögren, H. (1991), *Bank och näringsliv*. Uppsala.
- Sjöo, B. (1986), "Valutareglering, en kritik", *Ekonomisk Debatt*, 7.
- SOU 1952:49-50, "Kristidspolitik och kristidshushållning i Sverige under och efter andra världskriget."
- SOU 1955:43. *Om riksbankens sedelutgivningsrätt och därmed sammanhängande penningpolitiska frågor*.
- SOU 1966:44, *Bostadspolitiskt kreditstöd*.
- SOU 1974:11, *Kapitalmarknaden i svensk ekonomi*.
- SOU 1974:17, *Solidarisk bostadspolitik*.
- SOU 1975:50, *Koncentrationsutredningen*.
- SOU 1976:27, *Den internationella bakgrunden*.
- SOU 1980:51, *Valutareglering och ekonomisk politik*.
- SOU 1982:1-3, *Real beskattning*.
- SOU 1982:52, *En effektivare kreditpolitik*.
- SOU 1983:17, *DIRK, Direktinvesteringskommittén*.
- SOU 1984:35, *Bostadskommitténs delbetänkande del 1*.
- SOU 1985:52, *Översyn av valutaregleringen*.
- SOU 1986:22. *Riksbanken och riksgäldskontoret*.
- SOU 1988:38. *Ågarutredningen. Ågande och inflytande i svenskt näringsliv*.
- SOU 1989:71, *Ny bostadsfinansiering*.
- SOU 1990:44. *Maktutredningen. Demokrati och makt i Sverige*.
- Stiglitz, J. E. och Blinder, A. S. (1983), "Money, Credit Constraints and Economic Activity", *American Economic Review*, maj.
- Ström, P. A. (1980), "Kreditpolitik och valutareglering åtgärder 1960-79",
SOU 1980:51.
- Studieförbundet Näringsliv och Samhälle, SNS (1974-1991) Konjunktur-rådsrapporter.
- Sveriges riksbank, *Kredit- och valutamarknaden 1990*.
- Swedenborg, B. (1973), *Den svenska industriens investeringar i utlandet*, IUI, Stockholm.
- Swedenborg, B. (1980), "Valutaregleringen och de direkta investeringarna",
SOU 1980:51.
- Swedenborg, B. (1981), "Valutaregleringen och företagens utlandsinvesteringar", *Ekonomisk Debatt*, 1.
- Svindland, E. (1990), "European Currency Unification: Technical Lessons from Earlier Experiments", i *A Strategy for the ECU* (Report prepared by Ernst & Young and the National Institute of Economic and Social Research on behalf of the Association for the Monetary Union of Europe). Kogan Page.
- Söderlund, E. (1978), *Skandinaviska Banken i det svenska bankväsendets historia. 1914-39*. Uppsala.
- Södersten, J. (1991), "The Taxation of Income from Capital in Sweden

- 1980–1991”, Working Paper 1991:12, Department of Economics, Uppsala University.
- Söderström, H. Tson (1980), ”Valutaregleringen och de reala kapitalrörelsernas samhällsekonomiska effekter”, SOU 1980:52.
- Söderström, H. Tson (1983), ”Systemfelen måste angripas”, *Ekonomisk Debatt*, 2.
- Thunholm, L.-E. (1963), ”Internationell företagsfinansiering – svenska erfarenheter och problem”, *Ekonomisk Revy*, 10.
- Thunholm, L.-E. (1991), *Oscar Rydbeck och hans tid*. T. Fischer & Co., Stockholm.
- Thygesen, N. (1985), ”Avvecklingen av valutaregleringen i Danmark”, *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*, 3.
- Tobin, J. (1969), ”A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”. *Journal of Money, Credit and Banking*.
- Triffin, R. (1964), *The Evaluation of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives*. Princeton University Press, Princeton.
- Turner, B. (1979), *Hyressättning på bostadsmarknaden*, Byggforskningsrådets rapport R69:1979.
- Wallander J. (1991), *Från Vängåvan till Kungsträdgården*, Bonniers, Stockholm.
- Wallenberg, P. (1985), ”Valutaregleringens effekter på näringslivet”, *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*, 3.
- Werin, L. (1993), *Det strukturella regelverket. Utredningar och lagstiftning 1945–90*. Nationalekonomiska institutionen, Stockholms universitet. (Under utgivning.)
- Wickman, K. (1958), ”Attityden till penningpolitiken”, *Tiden*, nr 10, 584–589.
- Wickman, K. (1985), ”Allmänna pensionsfonden – dess roll i pensionssystemet och på den svenska kapitalmarknaden”, i J. Myhrman, red., *Svensk kapitalmarknad inför morgondagen*, EFI, Stockholm.
- Wigforss, E. (1948), *Frihet – för vem?*, socialdemokratisk skriftserie nr 18, Tidens förlag, Stockholm.
- Wigren, R. (1991), *Byggkostnader och bostäder. Teori och metod samt en empirisk analys av utvecklingen 1968–89*. Statens institut för byggnadsforskning, Gävle.
- Wihlborg, C. (1980), ”Exchange Controls on Financial Capital Flows in Sweden – Implications for Costs to Firms, Effectiveness and Allocation”, SOU 1981:52.
- Wihlborg, C. (1982a), ”The Effectiveness of Exchange Controls on Financial Capital Flows: A framework for Analysis”, *Columbia Journal of World Business*, vinter.
- Wihlborg, C. (1982b), ”Interest Rates, Exchange Rate Adjustment and Currency Risks”, *Journal of Money, Credit and Banking*, februari.
- Wohlin, L. (1991), ”Kommentarer till Bergström” i Jonung, L. (red.), *Devalueringen 1982 – rivstart eller snedtändning?*, SNS Förlag, Stockholm.
- Wood, G. (1985), ”Valutaregleringen i Storbritannien”, *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*, 3.
- Vredin, A. (1991), ”Vad är konjunkturcykeln?”, i *Ekonomi och Samhälle 2: Ekonomisk tillväxt och utveckling*, SNS Förlag, Stockholm.

- Zetterberg, J. (1980), "Kapitalrörelsernas bestämningsfaktorer och partiella kapitalkontrollsystem", SOU 1980:51.
- Åsbrink, E. och Heikensten, L. (1986), "Valutaflödena 1985 och den ekonomiska politiken", *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*, 1.
- Östlind, A. (1945), *Svensk samhällsekonomi 1914-22*. Svenska Bankföreningen, Stockholm.