

Bilaga 2
till
EMU-utredningen
(SOU 1996:158)



Richard Friberg & Anders Vredin

Växelkursosäkerhet och de mikroekonomiska vinsterna av EMU

Ref KB
Occ Son



Statens offentliga utredningar

1996:158

Finansdepartementet

Växelkursosäkerhet och de mikroekonomiska vinsterna av EMU

Richard Friberg och Anders Vredin

Bilaga 2 till EMU-utredningen
Stockholm 1996

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

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

Förord

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

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

Denna rapport till utredningen har författats av ekonomie licentiat Richard Friberg och docent Anders Vredin. Båda är verksamma vid Handelshögskolan i Stockholm. Richard Friberg arbetar med sin doktorsavhandling och intresserar sig främst för samband mellan prissättningsbeteende och växelkurser. Anders Vredin har i sin forskning främst intresserat sig för empiriska studier av makroekonomiska problem.

Stockholm i december 1996

Lars Calmfors
Ordförande

Christina Nordh Berntsson
Sekreterare

Sammanfattning*

Denna uppsats försöker utvärdera argumentet att EMU leder till fördelar genom lägre växelkursosäkerhet. Vi studerar två frågor. Först behandlar vi den mikroekonomiska frågan om hur växelkursosäkerhet påverkar företag. Vi diskuterar även den makroekonomiska frågan om hur EMU påverkar osäkerhet. Huvuddelen av uppsatsen ägnas emellertid åt den första frågan. Till exempel studerar vi korrelationerna mellan å ena sidan växelkurser och å andra sidan aktie- och varupriser.

Följande faktorer talar emot idén att EMU kommer att vara fördelaktigt för svenska företag: företag kan anpassa sig till växelkursosäkerhet, till exempel genom sina prissättningsstrategier på olika marknader; växelkursförändringar kan fungera som "automatiska stabilisatorer"; det finns inga starka empiriska belegg för att växelkursosäkerhet påverkar handel, investeringar eller tillväxt negativt; och viktiga svenska handelspartners såsom USA, Storbritannien och Danmark lär inte delta i en monetär union inom den närmaste framtiden.

För EMU talar att växelkursosäkerhet beror på osäkerhet om ekonomisk politik, vilken kan vara lägre inom EMU; att EMU potentiellt kan minska protektionistiska påtryckningar; och inte minst att det är mycket svårt för företag att säkra sig mot den totala ekonomiska växelkursexponeringen (i motsats till den rena transaktionsexponeringen).

* Denna uppsats har skrivits som underlag för EMU-utredningen. Författarna vill tacka Christina Kvarnström (NUTEK), Mats Morin (LO), Ingvar Karlsson och Robert Wiklund (Riksbanken) och Karl Olof Ohlson, Ola Salmén och Juhani Toivonen (STORA) för hjälp med data; Emil Ems, Harry Flam, Nils Gottfries, Marianne Svensén och deltagare i seminarier på Handelshögskolan i Stockholm och Finansdepartementet för värdefulla diskussioner samt Ekonomiska Rådet och Riksbankens Jubileumsfond för finansiellt stöd. Denna uppsats är en översättning av Friberg och Vredin (1996). Översättningen är gjord av Richard Friberg.

Innehåll

1	Inledning	9
2	Mått på växelkursexponering	13
3	Växelkursfluktuationer och företagsvinster	21
3.1	Priser och växelkurser	22
3.2	Faktureringsvalutans roll	28
3.3	Konkurrensens roll	33
3.4	Korrelationer mellan växelkurser och andra variabler som påverkar företagens vinster	35
3.5	Intertemporala aspekter	39
3.6	Varför spelar växelkursfluktuationer roll?	40
4	Växelkursosakerhet och penningpolitik	47
5	Andra mikroekonomiska fördelar av EMU	51
6	Slutsatser	55
	Referenser	59

1 Inledning

Utvärderingar av de potentiella ekonomiska kostnaderna och fördelarna av en europeisk monetär union i jämförelse med nuvarande penningpolitik, eller något annat alternativt arrangemang, är vanligtvis fokuserade på effekter som avser makroekonomisk stabilitet eller mikroekonomisk effektivitet. När det gäller makroekonomisk stabilitet antas vanligen de huvudsakliga fördelarna komma från lägre och mer stabil inflation. Förlusten av penningpolitiskt självstyre kan å andra sidan ge upphov till kostnader i form av större instabilitet när det gäller produktion och sysselsättning. Det finns också en potentiell mikroekonomisk effektivitetskostnad eftersom den önskvärda nivån på inflationsskatten inte kan bestämmas nationellt. Andra mikroekonomiska argument pekar emellertid mest på fördelar. Lägre transaktionskostnader och lägre växelkursosäkerhet antas stimulera handel, investeringar och tillväxt samt leda till högre effektivitet och högre välfärd.

Denna uppsats försöker belysa argumentet att EMU leder till fördelar genom lägre växelkursosäkerhet. Två frågor måste besvaras. För det första, hur påverkas företag av växelkursosäkerhet? För det andra, hur kommer EMU att påverka den totala osäkerheten? Vi kommer att koncentrera oss på den första, mikroekonomiska, frågan. Den andra, makroekonomiska frågan, diskuteras mer i detalj i exempelvis de andra underlagsrapporterna till EMU-utredningen.

Vi vill redan på detta stadium påpeka att uppdelningen mellan makro- och mikroekonomiska argument på intet sätt är otvetydig. Om EMU leder till lägre växelkursosäkerhet kan detta ha makroekonomiska implikationer genom lägre räntor på grund av lägre riskpremier. Om, å andra sidan, förlusten av penningpolitiskt självstyre är förknippad med högre variationer i produktionen så kan den totala osäkerheten öka och räntor och riskpremier stiga. Förekomsten av olika störningar och källorna till osäkerhet med och utan EMU brukar vanligtvis ses som makroekonomiska frågor, men de har avgörande konsekvenser för växelkursosäkerhet och är därför knutna till de mikroekonomiska argumenten. Exempelvis så är en av de viktiga frågorna huruvida

närmare penningpolitisk integration mellan EU-länderna leder till lägre eller högre växelkursosäkerhet gentemot länder utanför EU.¹

Sambandet mellan mikro- och makrofrågor pekar på att vi skulle behöva använda en allmänjämviktsmodell. Tyvärr saknas en lämplig mikrobaserad allmänjämviktsmodell av internationell ekonomi med nominella stelheter som lämpar sig för utvärdering av olika nominella växelkursregimer.² Avsaknaden av en sådan gör det också svårt att göra en empirisk uppskattning av de mikroekonomiska vinsterna av EMU. I denna studie använder vi oss av en partiell jämviktsanalys.

Vi vill betona att det inte går att sätta likhetstecken mellan nationella – svenska – välfärdseffekter av EMU och hur företag skulle påverkas. Hur svenska enheter och den svenska ekonomin påverkas kan skilja sig från hur "svenska företag" påverkas. För att ta ett extremt exempel, så kan ett svenskägt multinationellt företag i princip vara opåverkat av en appreciering av den svenska kronan genom att flytta produktion till andra länder. Detta kan tänkas ha negativa konsekvenser, i form av till exempel arbetslöshet, på den lokala ekonomin, även om det multinationella företaget som helhet kanske skadas litet. Det är också ett faktum att andelen utländskt ägande ökar i många företag, vilket ger oss ytterligare en anledning att inte likställa svenska välfärdseffekter av EMU med hur svenska företag skulle påverkas. Efter dessa inledande reservationer fortsätter vi nu med vår studie.

Studien är upplagd på följande sätt. I kapitel 2 ges information om svenska företags exponering för växelkursförändringar baserat på korrelationer mellan aktiepriser och växelkurser. I kapitel 3 granskar vi sambandet mellan växelkurser och vinster. I avsnitt 3.1 studerar vi korrelationer mellan växelkurser och svenska import- och exportpriser. Eftersom nominella prisstelheter uppenbarligen är viktiga studerar vi i avsnitt 3.2 huruvida priser på internationellt handlade varor sätts i inhemsk eller utländsk valuta. Vi studerar sedan hur relationerna mellan växelkurser och vinster kan påverkas av konkurrens (avsnitt 3.3),

¹ Medan volatiliteten (månatlig standardavvikelse) för växelkurser inom Europa var lägre 1984-89 än 1974-83 ökade de europeiska valutornas volatilitet gentemot dollarn (men inte gentemot yenen). Se *European Economy* (1990), kapitel 3.

² Det är viktigt att inse att i en friktionslös värld är alla nominella växelkursregimer lika effektiva. För att utvärdera de mikroekonomiska effekterna av EMU i en allmänjämviktsmodell behöver vi en modell av åtminstone tre länder och som inkorporerar sådana imperfektioner som vi tror är centrala för valet av nominell växelkursregim. Att utveckla det arbete som Obstfeld & Rogoff (1995) har gjort till att inkludera tre länder och frågor om internationell prisdiskriminering ("pricing-to-market") är något som skulle verka lovande vid denna tidpunkt (se Betts & Devereux, 1996).

faktorpriser och andra variabler som påverkar vinster (avsnitt 3.4), samt intertemporala aspekter såsom anpassningskostnader (avsnitt 3.5). Kapitel 3 avslutas med en diskussion om varför växelkursfluktuationer spelar roll för företag (avsnitt 3.6).

Efter att ha belyst hur växelkursosäkerhet påverkar företags vinster vänder vi uppmärksamheten mot hur EMU kan tänkas påverka osäkerhet generellt. Följaktligen är kapitel 4 av makroekonomisk natur och diskuterar relationen mellan penningpolitik och växelkursosäkerhet. Kapitel 5 innehåller en diskussion om några mikroekonomiska aspekter som ofta förs på tal i EMU-debatten men vilka inte tagits upp i kapitel 3. Våra slutsatser presenteras i kapitel 6.

2 Mått på växelkursexponering

Ett företags *växelkursexponering* kan allmänt definieras som "känsligheten i ett företags värde för förändringar i växelkurser".³ I litteraturen inom detta ämne ser man ofta en distinktion mellan *ekonomisk exponering*, vilken hänför sig till den totala effekten av växelkurser på det ekonomiska värdet av företaget, och *redovisningsmässig exponering*, som endast mäter i vilken utsträckning som växelkursförändringar skapar redovisningsmässiga kostnader och intäkter. Redovisningsmässig exponering delas ofta upp i omräkningsexponering och transaktionsexponering. Omräkningsexponering behandlar växelkursförändringars effekt på det (i hemvalutan) bokförda värdet av utländska tillgångar och skulder. Transaktionsexponering definieras vanligtvis som ett mått på nettot av kända in- och utbetalningar i utländsk valuta.⁴

Den exakta definitionen på redovisningsmässig exponering skiljer sig mellan länder på grund av skillnader i redovisningspraxis, men begreppet har även andra brister som mått på växelkursexponering. Det bortser från alla de effekter av växelkursförändringar som inte direkt syns i redovisningen. Växelkursförändringar kan påverka förväntade vinster och därigenom företagens värde genom planerade (säkra, men ännu inte nedtecknade) kontrakt, genom förväntad efterfrågan på företagets produkter och genom förändringar i företagets handlingar på grund av växelkursförändringar m m. Sådana effekter kan vara stora även för företag som saknar tillgångar eller skulder i utländsk valuta eller saknar transaktioner i utländsk valuta, dvs även för företag vars redovisningsmässiga exponering är noll.

I den finansiella litteraturen skattas ekonomisk exponering vanligtvis genom regressionsanalys av effekter på aktiepriser av förändringar i växelkurser.⁵ Sådana estimat bildar en naturlig utgångspunkt för vår diskussion om hur företag påverkas av växelkursförändringar. I tabell 1 presenterar vi några olika estimat på växelkursexponering för den svenska aktiemarknaden. Vi studerar

³ Adler & Dumas (1992).

⁴ Se Torniaainen (1992) för en utförlig diskussion.

⁵ Se t ex Adler & Dumas (1984) och Jorion (1990).

också ett stort företag i skogsindustrin, STORA.⁶ Den totala ekonomiska exponeringen för växelkursfluktuationer ges av punkttestimatet av β från följande regression:

$$\ln(P_{t+1}/P_t) = \alpha + \beta \ln(S_{t+1}/S_t) + \epsilon_{t+1} \quad (1)$$

där P är aktieprisindex och S är den effektiva nominella växelkursen, dvs det vägda genomsnittet av priset i kronor för utländska valutor. Två mått på den effektiva växelkursen har använts, baserade på IMF:s så kallade MERM- respektive TCW-vikter.⁷ Regressionerna har estimerats på månadsdata för den period under vilken kronan har varit flytande (december 1992 till februari 1996), samt för hela perioden sedan 1980 och framåt, vilket inkluderar de fasta växelkursregimerna.

⁶ Anledningen till valet av STORA är helt enkelt att vi har fått tillåtelse att titta på en del internt material från detta företag, vilket har hjälpt oss att organisera vårt tänkande kring växelkursosäkerhet. En del av denna information (om priser) används till exempel i sektion 3.1.

⁷ MERM-vikterna är baserade på IMF:s multilaterala växelkursmodell. Detta är en ekonometrisk modell som söker uppskatta effekter på handelsströmmar av växelkursförändringar. Modellen inkluderar uppskattade och kalibrerade efterfråge- och utbudsekvationer. IMF har nyligen frångått MERM-vikterna för att i stället använda sig av så kallade Total Competitiveness Weights (TCW) vilka är lättare att räkna ut. De har nära anknytning till vanliga bilaterala handelsvikter, även om justeringar görs för att ta hänsyn till konkurrens på "tredje marknader".

Tabell 1: Estimerad växelkursexponering

1a) Exponering mot växelkursindex: $\ln(P_{t+1}/P_t) = \alpha + \beta \ln(S_{t+1}/S_t) + \varepsilon_{t+1}$

Beroende Variabel	Period	Koefficienter			
		b TCW	R**2	b MERM	R**2
Svenskt aktie- marknadsindex (AFGX)	80:02- 96:02	0,41 [1,61]	0,01	0,80* [3,71]	0,07
	92:12- 96:02	0,42 [1,53]	0,06	0,61 [2,37]	0,13
STORA	80:02- 96:02	0,65 [1,62]	0,01	1,24* [3,59]	0,07
	92:12- 96:02	1,24 [2,48]	0,14	1,38 [2,95]	0,19

1b) Exponering gentemot olika valutor: $\ln(P_{t+1}/P_t) = \alpha + \sum_{i=1}^n \beta_i \ln(S_{i,t+1}/S_{i,t}) + \eta_{t+1}$

Beroende Variabel	Period	b				R**2
		DEM	FIM	GBP	USD	
Svenskt aktie- marknadsindex (AFGX)	80:02- 96:02	-0,45 [-1,93]	0,65 [2,12]	-0,04 [-0,16]	0,63 [4,19]	0,12
	92:12- 96:02	-0,46 [-1,08]	0,07 [0,14]	0,26 [0,44]	0,67 [1,56]	0,19
STORA	80:02- 96:02	-1,09 [-3,00]	1,58 [3,32]	0,07 [0,22]	0,97 [4,12]	0,16
	92:12- 96:02	-0,86 [-1,13]	1,32 [1,44]	0,20 [0,19]	1,18 [1,53]	0,26

*) Dessa regressioner kördes på perioden 82:02-96:02

Kommentar: Koefficienter för konstanten rapporteras ej, koefficienter i fetstil är signifikanta på 5-procentsnivån och t-värden rapporteras inom parantes. Alla växelkurser och växelkursindex uttrycks som priset på utländsk valuta i termer av svenska kronor. TCW-indexet är den nominella effektiva växelkursen från IMF's *Financial Statistics*. MERM-växelkursen beräknades genom att vikta nominella växelkurser med IMF's MERM-vikter. Australiensiska dollar, spanska pesetas och irländska punt inkluderades ej.

Källor: IMF och Findata.

Från den övre delen av tabell 1 ser vi att en depreciering av kronan, definierad med TCW-vikterna, med en procent förknippas med en ökning i det totala värdet av aktiemarknaden med 0,4 procent.⁸ Detta estimat påverkas inte av valet av period. Motsvarande estimat för STORA är 1,24 baserat på den flytande växelkursperioden, och 0,65 för den längre perioden. Detta företag är följaktligen mer exponerat för växelkurser än aktiemarknaden som helhet. (Från regressioner som vi har valt att inte rapportera, kan det ses att detta också håller för skogsindustrin som helhet.) När den effektiva växelkursen definieras med hjälp av MERM-vikterna, vilka ger en större vikt åt dollarn, är estimaten något högre.

Som underlag för portföljhantering kan det vara värdefullt att undersöka den ekonomiska exponeringen gentemot olika utländska valutor.⁹ Detta kan göras enkelt genom följande multipla regression:

$$\ln(P_{t+1}/P_t) = \alpha + \sum_{i=1} \beta_i \ln(S_{i,t+1}/S_{i,t}) + \eta_{t+1} \quad (2)$$

där S_i är priset på utländsk valuta i termer av kronor. En indikation på vilka valutor som skulle kunna vara viktigast i detta sammanhang ges i tabell 2. De två första kolumnerna visar andelen av svensk export till och import från de mest betydande handelsparterna. De tredje och fjärde kolumnerna ger IMF:s TCW- och MERM-vikter. Dessa är konstruerade för att ta hänsyn till graden och ländersammansättningen av konkurrensen på export- och importmarknaden. De mest betydande handelsparterna är Tyskland, Storbritannien, USA och de nordiska länderna Finland, Danmark och Norge. Enligt MERM-vikterna i kolumn 4 (men inte enligt TCW) är Frankrike, Italien och Japan mer betydande än Storbritannien och de nordiska länderna.

⁸ Vi har också kört regressioner med förändringen i den nominella räntan som ytterligare förklarande variabel. Detta ökar regressionens förklaringsvärde men påverkar inte i någon större utsträckning punkttestimatet av β .

⁹ Se Adler & Dumas (1984) och Adler & Jorion (1992).

Tabell 2: Svensk export och import av varor och viktet i växelkursindex

Land	Import % av total	Export % av total	TCW	MERM
Tyskland	18,4	13,3	22,28	12,68
Frankrike	5,6	5,1	7,15	6,96
Nederländerna	4,1	5,3	4,24	3,03
Österrike	1,2	1,4	1,71	1,48
Belgien-Luxemburg	3,5	4,9	3,55	2,74
<i>Totalt, länder ovan</i>	<i>32,8</i>	<i>30,0</i>	<i>38,93</i>	<i>26,89</i>
Storbritannien	9,6	10,2	11,56	5,18
Danmark	6,8	6,9	5,60	4,19
Finland	6,3	4,8	6,69	5,75
Italien	3,8	3,8	6,05	7,27
Spanien	1,4	1,9	2,48	1,90
Irland	0,8	0,7	0,77	0,68
Portugal	1,0	0,5	0,93	0,00
Grekland	0,2	0,6	0,27	0,00
<i>Totalt, EU-länder</i>	<i>62,7</i>	<i>59,4</i>	<i>73,28</i>	<i>51,86</i>
Norge	6,1	8,1	5,58	6,69
Schweiz	1,9	1,9	2,74	1,40
Kanada	0,6	1,1	1,16	4,25
USA	8,6	8,0	11,63	25,56
Japan	4,7	2,7	5,20	8,46
Australien	0,2	1,3	0,27	1,78
Nya Zealand	0,0	0,2	0,14	0,00
Totalt	84,8	82,7	100	100

Källor: Import och export 1994: SCBs Utrikeshandelstatistik. Växelkursviktet: Sveriges riksbank.

För STORA är Frankrike, Tyskland, Storbritannien och Sverige de mest betydande marknaderna. Nästan 90 procent av STORAs totala (externa och interna) försäljning sker på de europeiska marknaderna. De två första kolumnerna i tabell 3 ger olika valutors andel av STORAs kostnader och intäkter. Vi ser att betydligt mer av kostnaderna är denominerade i svenska kronor (43 procent) än av intäkterna (19 procent). Den tredje kolumnen i tabell 3 ger sammansättningen av de kända, men ännu inte mottagna, nettoflödena i olika valutor för STORAs svenska företagsgrenar i juni 1995. Vi ser att D-mark, dollar och brittiska pund är ungefär lika viktiga för transaktionsexponeringen och att dessa valutor är betydligt viktigare än någon annan valuta. Endast i finska mark och i ecu är det ett

nettoutflöde av valuta. En depreciering av kronan skulle alltså, om flödet inte säkrades, leda till att de totala nettoflödena blev mer värda i kronor. Den ekonomiska exponeringen kan emellertid skilja sig betydligt från transaktionsexponeringen, inte minst eftersom hälften av STORAs tillgångar är baserade utanför Sverige.

Tabell 3: STORA, variabler som påverkar växelkursexponering

Land	Valutadenominering av försäljning och kostnader, %, 1995		Transaktions- exponering, svenska företagsgrenar (juni 1995)	Extern försäljning till olika marknader 1994, % av total extern försäljning
	Försälj- ning	Kost- nader		
Tyskland	19	17	23,67	22
Frankrike	9	8	7,08	9
Nederländerna	3	1	4,28	5
Österrike	0	0	2,36	n a
Belgien- Luxemburg	5	4	2,00	4
<i>Totalt, länder ovan</i>	<i>36</i>	<i>30</i>	<i>39,39</i>	<i>40</i>
Storbritannien	10	2	20,77	11
Danmark	5	5	4,36	5
Finland	0	0	-1,40	n a
Italien	3	0	5,03	4
Spanien	2	0	3,10	n a
Irland	0	0	1,62	n a
Portugal	0	2	0,08	n a
Grekland	0	0	0,00	n a
<i>Totalt, EU-länder</i>	<i>56</i>	<i>39</i>	<i>72,95</i>	<i>60</i>
Norge	3	2	3,82	3
Schweiz	0	0	1,33	n a
Kanada	0	3	0,00	n a
USA	15	7	22,82	5*
Japan	0	0	0,05	n a
Australien	0	0	0,35	n a
Nya Zealand	0	0	0,04	n a
Sverige	19	43	n a	17
Ecu	7	6	-1,38	n a
Totalt	100	100	100	80

*) inkluderar Kanada

Kommentar: Transaktionsexponeringen definieras som procentandelen av totala nettoflöden i utländska valutor till STORAs svenska enheter. Ett negativt tecken indikerar att utföden är större än inflöden i den valutan. Extern försäljning definieras som försäljning till en marknad av varor vilka producerats i ett annat land.

Källa: STORA.

Vi har valt att estimeras (2) med kronpriset på valutor från Tyskland, Finland, Storbritannien och USA. Denna uppsättning avser fånga växelkurser som har utvecklats någorlunda oberoende av varandra historiskt och/eller kan förväntas att göra så i framtiden. I den nedre delen av tabell 1 utläser vi att en depreciering av kronan gentemot dollarn eller den finska marken höjer aktiepriserna signifikant, både för STORA och för aktiemarknaden som helhet. En depreciering gentemot D-marken verkar medföra lägre aktiepriser. Summan av regressionskoefficienterna för de individuella valutorna β_i blir inte lika med måttet på total ekonomisk exponering β . Huvudorsaken till detta är inte att vi bara har inkluderat en delmängd av alla relevanta valutor, utan att de olika kronkurserna inte är helt oberoende. På grund av detta kan vi inte göra en otvetydig uppdelning av den totala ekonomiska exponeringen i olika valutor.

Resultaten ger oss icke desto mindre viktig information om växelkursexponeringen hos svenska företag. För det första finns det anledning att förvänta sig att total växelkursrisk, så kallad ekonomisk exponering, är skild från snäva redovisningsmässiga mått på växelkursrisk såsom transaktionsexponering. För det andra ser vi att svenska företags växelkursexponering bestäms inte bara av fluktuationer i värdet av kronan gentemot D-marken och andra potentiella EMU-valutor. Fluktuationer i kursen mellan kronan och dollarn kan vara lika eller till och med mer viktiga.¹⁰

¹⁰ Wihlborg (1993, 1994) rapporterar att en depreciering av kronan i genomsnitt *sänker* aktievärdena i den svenska industrin. För STORA finner han signifikanta negativa effekter från en depreciering gentemot D-marken och yenen. Hans resultat baseras emellertid på en studie av månadsdata från januari 1987 till februari 1992. Det faktum att värdet av kronan var fast gentemot en valutakorg mellan september 1982 och maj 1991 betyder att under denna period bör en depreciering ha väntats följas av en appreciering (om växelkurspolitiken var trovärdig). Dessutom medförde valutakorgens konstruktion att en depreciering gentemot D-marken typiskt sett var förknippad med en appreciering gentemot dollarn.

3 Växelkursfluktuationer och företagsvinster

De skattningar av växelkursexponering som rapporterats ovan ger oss ingen information om de *mekanismer* genom vilka växelkursfluktuationer påverkar företags vinster. Det är dessutom så att de skattade koefficienterna antagligen är beroende av den penningpolitiska regimen.

Även om en blick i tidningarna och mer noggranna intervjustudier¹¹ antyder att företagsledningar bekymrar sig om växelkursfluktuationer är det inte klart varför växelkursosäkerhet skulle vara av betydelse för företags ägare. I en friktionslös värld med kompletta marknader skulle investerare kunna skydda sig mot växelkursosäkerhet genom att välja en lämplig portfölj av tillgångar (enligt en version av det så kallade Modigliani-Miller-teoremet). Det finns uppenbarligen ett behov att gå bakom de statistiska mått på växelkursexponering som vi redan har studerat, för att försöka förstå relationerna mellan växelkursfluktuationer och företagets vinster och för att diskutera huruvida växelkursosäkerhet är skadligt eller inte.

Växelkursförändringar påverkar vinster genom priser, produktionskostnader och producerade kvantiteter samt genom marknadsvärdet på det reala kapitalet och på de finansiella tillgångarna och skulderna. Endast effekten på kortsiktiga tillgångar och skulder fångas upp av redovisningsmässig exponering. Detta verkar också vara den enda del av växelkursosäkerheten som avses när det påstås, såsom det ofta görs, att företag nu har tillgång till terminsmarknader i valutor vilka tillåter dem att helt och fullt försäkra sig mot förändringar i växelkurser. För att förstå den fulla vikten av växelkursosäkerhet behöver man dock känna till tämligen mycket om "produktens natur och industristrukturen".¹²

Vi kommer nedan att gå igenom olika analyser av de samband som finns mellan växelkurser och företags vinster. Analyserna visar hur sambanden beror på produktens karaktär och industristrukturen. Vi börjar i avsnitt 3.1-3.3 med analyser som diskuterar relationerna mellan växelkurser och priser under antagandet att företagen löser ett statistiskt

¹¹ Se t ex *European Economy* (1990) och Torniainen (1992).

¹² Dumas (1994, sid 18).

vinstmaximeringsproblem där växelkursen är den enda källan till osäkerhet. I detta sammanhang antas att företagen är riskneutrala, dvs de söker maximera den förväntade vinsten men bryr sig inte om graden av osäkerhet (varians). Med detta antagande kan man inte besvara frågor om optimala strategier för valutasäkring. Icke desto mindre är analysen värdefull för vår förståelse av de effekter som växelkursfluktuationer har.

Korrelationer mellan växelkurser och andra variabler (än priser) som påverkar företags vinster diskuteras i avsnitt 3.4. Intertemporala aspekter diskuteras i avsnitt 3.5 och vi återvänder till frågor rörande säkring i avsnitt 3.6.

Vi vill redan tidigt understryka skillnaden mellan nominella och reala växelkurser. Empiriskt är det väl etablerat att *relativpriser* mellan olika länder varierar mer när *nominella växelkurser* är mer flexibla.¹³ På kort sikt är konsumentprisindex mer stabila än nominella växelkurser, så kortsiktiga fluktuationer i reala växelkurser (relativa konsumentpriser uttryckta i gemensam valuta) speglar huvudsakligen fluktuationer i nominella växelkurser. Pristelheter är en viktig förklaring till varför nominella växelkurser är korrelerade med relativpriser, reala vinster och andra reala variabler. Huvuddelen av de teoretiska modeller som vi diskuterar nedan är följaktligen också baserade på antaganden om någon slags nominell stelhet. I dessa modeller är förändringar i nominell och real växelkurs oftast ekvivalenta. Icke desto mindre är den EMU-fråga som vi vill fokusera på i denna uppsats framför allt relaterad till fluktuationer i nominella växelkurser.

Penningpolitik kan inte direkt kontrollera reala växelkurser (eller andra relativpriser på varor och tjänster) och nominell växelkursosäkerhet är ett annorlunda problem för företag än osäkerhet om relativpriser.¹⁴

3.1 Priser och växelkurser

Om svenska export- och importföretag möter priser som bestäms exogent i utländsk valuta på världsmarknaden, dvs om hypotesen "liten, öppen ekonomi" stämmer, så kan de inte själva ändra sina priser när växelkurser fluktuerar. Om kostnaderna är fasta i inhemsk valuta, vilket

¹³ Se t ex Obstfeld (1995).

¹⁴ Se Adler & Dumas (1983) för en djupare diskussion av distinktionen mellan reala och nominella växelkurser.

kan vara ett realistiskt antagande på kort sikt, kan växelkursförändringar ha starka effekter på företagens lönsamhet.

Det är väl dokumenterat att exportörer från stora ekonomier såsom USA, Tyskland och Japan kan sätta olika priser (mätt i gemensam valuta) på olika nationella marknader. De har m a o möjlighet att bedriva internationell prisdiskriminering ("pricing-to-market"). Empirin pekar på att relativa exportpriser mellan olika marknader påverkas av nominella växelkurser.¹⁵ Froot & Klemperer (1989) och Kasa (1992) visar varför företag som inte är pristagare kan vilja justera relativa exportpriser som svar på förändringar i *reala* växelkurser. Om, till exempel, den *reala* växelkursen mellan USA och Tyskland apprecierar, säg på grund av att aggregerad efterfrågan i USA stiger relativt Tyskland, kan exportörer vilja höja sina exportpriser till USA i förhållande till priserna för den tyska marknaden. Relationen mellan relativa exportpriser och *nominella* växelkurser kan emellertid inte förklaras endast i termer av prisdiskriminering. Någon form av nominell stelhet måste också vara närvarande.¹⁶ Om exportören håller priser (temporärt) fasta i de importerande ländernas valutor så kommer relativa exportpriser att vara perfekt korrelerade med nominella växelkurser. Om dollarn apprecierar gentemot D-marken ($S_{US,D}$ går ner) kommer priset på export till USA i exportörens valuta (P^{US}) att stiga relativt priset på export till Tyskland (P^D). I detta fall kommer den nominella växelkursen $S_{US,D}$ att vara positivt korrelerad med relativpriset P^D/P^{US} . Enligt Giovannini (1988) pekar empiriska resultat när det gäller internationell prisdiskriminering på att förändringar i relativa exportpriser speglar både medveten prisdiskriminering och nominellt stela priser.

Internationell prisdiskriminering kan vara ett sätt för företag att hantera sin växelkursexponering. Är detta ett alternativ också för svenska export- och importföretag eller är Sverige en "liten, öppen ekonomi"? Studien av svensk export av Alexius & Vredin (1996) tyder på att graden av internationell prisdiskriminering inte bara beror på *reala* växelkurser (p g a prisdiskriminering), utan att nominella stelheter också spelar en viktig roll. Korrelationen mellan relativa exportpriser och nominella och *reala* växelkurser visas för ett urval av industrier och exportmarknader i tabell 4 a-b. Vi ser att korrelationerna ofta är klart positiva, vilket är konsistent med internationell prisdiskriminering. Huruvida korrelationerna mellan relativa exportpriser och nominella växelkurser beror på prissättning i lokal valuta på industrinivå eller på

¹⁵ Se tex Giovannini (1988) och Knetter (1989).

¹⁶ Se tex Betts & Devereux (1996).

det faktum att nominella och reala växelkurser är korrelerade på makronivå är en öppen fråga. Priserna är uppenbarligen inte helt stela i importländernas valutor, eftersom korrelationerna mellan relativa exportpriser och nominella växelkurser inte är perfekt positiva. Det är uppmuntrande att de – i och för sig – få observationerna på genuina priser på individuella produkter (tidningspapper från STORA) i stora drag är konsistenta med data på aggregerade enhetsvärden (exportvärden dividerade med exportvolymen).

Tabell 4a: Korrelationer mellan relativa exportpriser och nominella växelkurser

Bransch	Tyskland/ Storbrit	Tyskland/ USA	Tyskland/ Frankrike	USA/ Storbrit	USA/ Frankrike	Storbrit/ Frankrike
Teleproduktind (SNI 3832)	-0,80	0,54	-0,13	-0,10	0,64	0,36
Bilindustri (SNI 38431)	0,12	0,74	-0,28	0,81	0,90	0,26
Tidningspapper (SITC 6411)	0,54	0,59	0,35	0,50	0,41	0,29
Kraftpapper (SITC 6414)	0,79	0,31	-0,02	0,00	0,03	0,67
Tidningspapper från ett dotterbolag till STORA	0,92	n a	0,84	n a	n a	-0,37

Kommentar: Det relativa exportpriset definieras som kvoten mellan exportpriser (i SEK) till marknaderna i och j (t ex Pus/Puk). Den motsvarande nominella växelkursen beräknas som priset på valuta i i termer av valuta j (t ex Suk,us).

Alla korrelationer utom de för STORA är beräknade på kvartalsvisa enhetsvärden, 1980-1994. *Källa:* Alexius & Vredin (1996).

Korrelationer för STORA har beräknats på kvartalsvisa prisdata, 1992:1-1995:2 för Tyskland/Storbritannien, 1993:01-1995:02 för de andra två. *Källa:* STORA.

Litteraturen om internationell prisdiskriminering är relaterad till litteraturen om "växelkursövervältring" ("exchange rate pass-through").¹⁷ Detta begrepp hänför sig vanligtvis till effekten på importpriser av förändringar i växelkurser. Om till exempel exportörer bedriver internationell prisdiskriminering och stabiliserar priser i lokal (dvs importörens) valuta kommer graden av växelkursövervältring att vara låg. Prisstabilitet i de lokala valutorna tenderar att stabilisera den efterfrågade kvantiteten av den exporterade produkten. Växelkursfluktuationer kommer då i första hand att påverka

¹⁷ Se t ex Knetter (1993).

vinstmarginalerna, dvs förhållandet mellan exportpriset och den inhemska marginalkostnaden (vilken för enkelhetens skull kan antas vara konstant). Ju större graden av växelkursövervältring till exportpriser i utländsk valuta är, desto mer kommer efterfrågade kvantiteter att fluktuera, vilket leder till mer volatil produktion. Detta kan leda till mer eller mindre variabilitet i vinster. Exportföretagens vinster kommer sålunda att påverkas oavsett graden av växelkursövervältring.

Tabell 4b: Korrelationer mellan relativa exportpriser och reala växelkurser

Bransch	Tyskland/ Storbrit	Tyskland/ USA	Tyskland/ Frankrike	USA/ Storbrit	USA/ Frankrike	Storbrit/ Frankrike
Teleproduktind (SNI 3832)	0,06	0,55	-0,32	0,09	0,61	-0,10
Bilindustri (SNI 38431)	0,40	0,82	-0,34	0,89	0,88	0,59
Tidningspapper (SITC 6411)	0,74	0,59	0,53	0,55	0,44	0,58
Kraftpapper (SITC 6414)	0,69	0,21	-0,24	0,04	0,23	0,58
Tidningspapper från ett dotterbolag till STORA	0,92	n a	0,44	n a	n a	-0,40

Kommentar: Det relativa exportpriset definieras som kvoten mellan exportpriser (i SEK) till marknaderna i och j (t ex Pus/Puk), den motsvarande reala växelkursen som kvoten mellan konsumentprisindex i länderna j och i mätt i gemensam valuta (t ex $Suk_{us}CPI_{us}/CPI_{iuk}$).

Alla korrelationer utom de för STORA är beräknade på kvartalsvisa enhetsvärden, 1980-1994. *Källa:* Alexius & Vredin (1996).

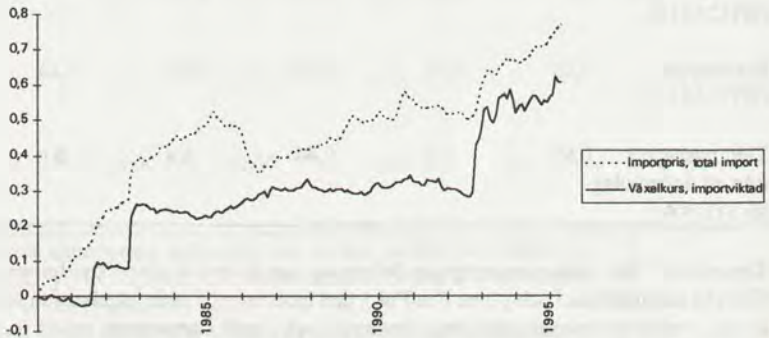
Korrelationer för STORA har beräknats på kvartalsvisa prisdata, 1992:1-1995:2 för Tyskland/Storbritannien, 1993:01-1995:02 för de andra två. *Källa:* STORA.

Tyvär är litteraturen om växelkursövervältring ofta fokuserad på effekterna av förändringar i de reala i stället för de nominella växelkurserna.¹⁸ Icke desto mindre är graden av växelkursövervältring till svenska importpriser viktig för hur svenska företag och konsumenter påverkas av växelkursförändringar. För företag gäller att graden av växelkursövervältring till importerade insatsvaror såväl som till utländska konkurrenters priser är viktig för hur mycket vinsterna

¹⁸ Se översikt av Menon (1995).

kommer att påverkas av växelkursförändringar. En snabb blick på svenska importpriser antyder att växelkursövervärtringen inte är fullständig men också att den skiljer sig åt mellan industrier. I genomsnitt är den omedelbara växelkursövervärtringen större än noll men långt ifrån fullständig, se t ex diagram 1a. Adolfson uppskattar den omedelbara växelkursövervärtringen för den samlade importen till 21 procent. Motsvarande övervärtringskoefficient för industrierna som visas i diagram 1b-c, järn och stål (SNI 37) och transportmedel (SNI 384), är 26 respektive 33 procent. Adolfsons ekonometriska analys, som också tar hänsyn till världsmarknadsprisernas utveckling, tyder på att det är 100-procentig växelkursövervärtring på lång sikt i transportindustrin, men inte i importen av järn och stål.

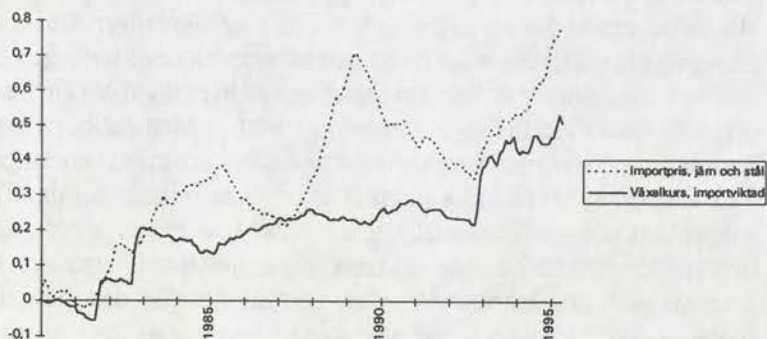
Diagram 1a: Importpris, total import och importviktad växelkurs, Sverige 1980-1995



Kommentar: Variablerna är uttryckta som log av index. Importpriserna kommer från SCB. Den nominella växelkursen är konstruerad genom viktning baserad på importandelar 1993 för 14 OECD-länder utom Kanada.

Källa: Adolfson (1996).

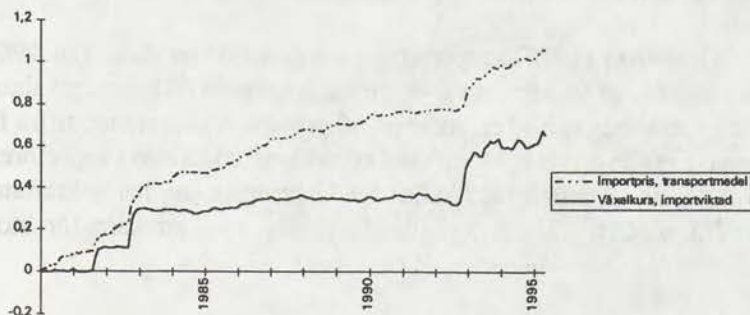
Diagram 1b: Importpris, järn och stål (SNI 37) och importviktad växelkurs, Sverige 1980-1995



Kommentar: Variablerna är uttryckta som log av index. Importpriserna kommer från SCB. Den nominella växelkursen är konstruerad genom viktning baserad på importandelar inom SNI 37 1993 för 14 OECD-länder utom Kanada.

Källa: Adolfson (1996).

Diagram 1c: Importpris, transportmedel (SNI 384) och importviktad växelkurs, Sverige 1980-1995



Kommentar: Variablerna är uttryckta som log av index. Den nominella växelkursen är konstruerad genom viktning baserad på importandelar inom SNI 38 1993 för 14 OECD-länder utom Kanada.

Källa: Adolfson (1996).

Slutsatsen av de data på priser och växelkurser som presenterats i det här avsnittet är att nominella växelkursförändringar är förknippade med förändringar i relativpriser på export och import.¹⁹ Den möjlighet som svenska exportföretag verkar ha att prisdiskriminera internationellt tillsammans med den mindre än fullständiga växelkursövervältringen till svenska importpriser tyder på att den ekonomiska exponeringen till växelkursfluktuationer är mer begränsad än vad hypotesen om en "liten öppen ekonomi" skulle ge oss anledning att tro. Men det bör också betonas att de ekonomiska mekanismerna bakom prisdiskrimineringen från inhemska och utländska exportörer inte är fullt förstådda. Till exempel kan inte växelkursvolatilitet behandlas som en exogen variabel som är oberoende av de faktorer som bestämmer graden av internationell prisdiskriminering när vi går utanför den partiella analysen av företags agerande och applicerar en allmän-jämviktsansats.²⁰

3.2 Faktureringsvalutans roll

Eftersom korrelationer mellan växelkurser å ena sidan och export- och importpriser å den andra delvis beror på nominella prisstelheter, är den valuta i vilken priser är denominerade – faktureringsvalutan – betydelsefull.²¹ Enligt *European Economy* (1990), är den mesta handeln mellan industrialiserade länder fakturerad i exportörens valuta, vilket antas förklaras av exportörens önskan att eliminera växelkursrisk.

Grassman (1973) rapporterade, på grundval av data från 1968, mycket riktigt att kronan var den mest betydande faktureringsvalutan för svensk export med en andel på 66 procent. Motsvarande siffra för import var 26 procent. Att export företrädesvis faktureras i exportörens valuta, något som ibland kallas för Grassmans lag, har bekräftats i andra studier.²² Detta förhållande verkar vara starkare för stora

¹⁹ Gottfries (1994) studerar aggregerad svensk export från tillverkningsindustrin och kommer till samma slutsats.

²⁰ Se t ex Betts & Devereux (1996). I deras analys är graden av internationell prisdiskriminering exogen medan växelkursvolatiliteten är endogen.

²¹ Se Giovannini (1988) för en formell analys. I princip kan ett företag sätta pris i en valuta (prissättningsvalutan) och en köpare acceptera att betala detta pris i en annan valuta (faktureringsvalutan). I praktiken verkar det som om de två vanligtvis är desamma.

²² Page (1977), Van Nieuwkerk (1979).

exportländer än för små. Man har även funnit att export till USA oftast faktureras i dollar.

Tabell 5 antyder att svenska exportörers faktureringsrutiner har förändrats sedan Grassmans studie. Kronans andel är nu nere i 37 procent. Om vi studerar siffrorna för olika branscher finner vi att kronan fortfarande är den mest betydande faktureringsvalutan följd av dollarn eller D-marken. Ett undantag är trävaruindustrin (SNI 33), för vilken det brittiska pundet är mycket betydelsefullare än dollarn. I denna industri är kronan ungefär lika viktig som den är i aggregatet av svensk export i Grassmans studie. Ett annat undantag är järn- och stålindustrin (SNI 37), där dollarns andel är nästan dubbelt så stor som kronans eller D-markens.

Om vi jämför tabell 5 med tabell 2, ser vi att dollarns andel av exportinkomsterna är mycket större än den amerikanska marknadens andel av svensk export. Medan 8 procent av svensk export går till USA, är 37 procent av de exportinkomster som inte är denominerade i kronor denominerade i dollar ($23,4/100-37,1 \approx 0,37$). D-marken och den franska francen är också något mer betydande som faktureringsvalutor än de tyska och franska marknaderna är som andel av svensk export. I trävaruindustrin, där kronan verkar vara ovanligt viktig som faktureringsvaluta, är den amerikanska och den tyska marknadens exportandel ovanligt liten. D-markens andel är dock även i denna bransch mycket högre än den tyska marknadsandelen (14,5 procent respektive 2,1 procent).

Likaledes är dollarn mycket mer betydelsefull när det gäller fakturering i järn- och stålindustrin än den amerikanska marknadens andel (27,3 procent respektive 8,7 procent).

Tabell 5: Faktureringsvalutor i svensk handel 1993 (i procent)

Faktureringsvaluta och olika länders andel av svenska exportmarknaden, disaggregerat.

Valuta	Import	Export	Livsmedel (SNI 31)		Textil (SNI 32)		Trävaror (SNI 33)		Massa, papper (SNI 34)	
			Valuta	Mark- nad	Valuta	Mark- nad	Valuta	Mark- nad	Valuta	Mark- nad
USD	25,5	23,4	25,5	13,9	18,0	6,7	3,3	1,4	9,9	2,0
SEK	27,0	37,1	48,2	n a	28,5	n a	60,6	n a	40,0	n a
DEM	16,7	10,7	11,7	11,1	13,4	10,5	14,5	2,1	13,4	22,1
GBP	5,7	6,0	2,8	3,8	6,3	4,5	11,1	19,2	5,4	15,9
JPY	2,7	2,3	0,0	1,0	10,9	0,6	0,1	1,6	0,1	0,6
FRF	3,4	5,4	2,1	2,4	3,1	1,8	2,9	3,7	5,3	7,4
DKK	4,2	2,3	1,6	9,2	1,8	12,2	0,9	10,5	4,4	6,4
NLG	2,7	1,3	0,5	1,8	4,6	2,1	0,5	6,9	1,9	5,7
NKK	2,3	2,7	2,4	13,8	4,9	29,3	3,7	10,8	2,4	6,1
CHF	1,5	1,0	0,7	2,2	0,7	1,7	0,2	2,0	2,5	2,1
ITL	n a	n a	0,5	3,3	1,1	1,6	0,1	9,0	6,5	5,7
FIM	n a	n a	2,1	11,0	1,6	12,4	0,4	1,3	1,1	2,2
ÖVRIGA	8,3	7,8	1,9	26,6	5,1	16,6	1,7	31,7	7,1	23,8
TOTALT	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Källor: Faktureringsvalutor: Sveriges Riksbank; exportmarknadsandelar: NUTEK.

Om fakturering i inhemsk valuta är ett sätt att säkra sig gentemot växelkursrisk, såsom det argumenteras i *European Economy* (1990), varför fakturerar svenska producenter sin export i utländska valutor? Och varför fakturerar de export till vissa länder i ett tredje lands valuta (vanligtvis dollar eller D-mark)? En del av svaret är antagligen att prissättnings- och faktureringsvalutor ofta är desamma och att prissätta i inhemsk valuta *inte* betyder att risk elimineras. Antag att nominell växelkurs är den enda källan till osäkerhet. Om exportpriser sätts innan växelkurser är kända, vilket är ett vanligt och rimligt antagande, betyder prissättning i inhemsk valuta att det inte är någon osäkerhet om exportpriset men också att den exporterade kvantiteten är osäker. Om, å andra sidan exportpriset sätts i importörens valuta är den exporterande kvantiteten säker medan värdet i inhemsk valuta inte är det.²³ Den kvarvarande exponeringen är då endast den så kallade transaktionsexponeringen.

Undersökningar av Industriförbundet visar också att faktureringsrutiner skiljer sig mycket åt mellan industrier. Undersökningarna ger det knappast förvånande intrycket att den amerikanska dollarn är något mer betydande för svensk industri än enkla handelsvikter antyder. Detta reflekteras också i MERM-vikterna (men inte i TCW) i tabell 2, och i någon utsträckning i regressionsresultaten i tabell 1. Undersökningarna bekräftar också att marknad och valutakomposition inte är allt som betyder något, utan att också konkurrenters ursprungsland spelar roll. Exempelvis konkurrerar svenska exportörer av pappersmassa till de europeiska länderna med nordamerikanska producenter när det gäller barrsulfatmassa, som faktureras i dollar. När det gäller lövsulfatmassa kommer huvudkonkurrenterna från Spanien och Portugal och produkterna faktureras i ecu.²⁴

²³ Detta diskuteras i Giovannini (1988), Donnenfeld & Zilcha (1991) och Friberg (1996).

²⁴ Adolfson (1996) undersöker huruvida skillnader mellan olika branscher när det gäller faktureringsvaluta påverkar graden av växelkursövervältrning till svensk import. För varje bransch beräknar hon index av världsmarknadspriser och effektiv växelkurs genom att använda vikter baserade antingen på varje lands andel av svensk import eller på varje valutas andel av importbetalningar. I de flesta branscher är estimaten av övervältringskoefficienter ungefär desamma, oberoende av vilket av de två viktsystemen som används.

3.3 Konkurrensens roll

Såsom diskuterats ovan beror graden av internationell prisdiskriminering och växelkursövervältring både på graden av konkurrens och graden och typen av nominell prisstelhet.²⁵ Det finns också anledning att vänta sig att det finns en koppling mellan graden av konkurrens och prisstelhet. Betrakta åter det fall som diskuterades i det föregående kapitlet, där en exportör ska bestämma om han ska sätta sitt pris i sin egen eller importörens valuta. Om vi inför konkurrens från ett tredje land i denna hypotetiska situation, och vi antar att konkurrenten sätter sitt pris i sin egen valuta, kommer efterfrågan på exportörens produkt (som en funktion av växelkurser) att vara osäker, oavsett i vilken valuta han sätter sitt pris. Valet av fakturerings- och prissättningsvaluta, och därigenom korrelationen mellan nominella växelkurser och relativa exportpriser, kan alltså förväntas påverkas av graden av konkurrens. Detta diskuteras mer utförligt i Friberg (1996).

Kim (1992) sammanfattar effekterna av marknadsförhållanden på växelkursövervältringskoefficienten. De analyser som Kims översikt baseras på antar generellt att priser sätts under säkerhet, vilket innebär att det inte spelar någon roll vilken valuta priset sätts i. Trots detta noterar han att prissättning i importörens valuta tenderar att leda till en lägre övervältringskoefficient. Graden av övervältring till de lokala priserna på importerade varor ökar med antalet företag i branschen liksom med graden av substituerbarhet mellan varor. En större marknadsandel för utländska företag ökar också övervältringskoefficienten. Standardreferensen för den sista effekten är Dornbusch (1987) som studerar olika former av konkurrens. Också Feenstra, Gagnon & Knetter (1996) visar (i en modell av Bertrand-konkurrens i differentierade varor) att övervältringen ska vara hög för import från ett ursprungsland med stor marknadsandel på importmarknaden.²⁶ Deras teoretiska modell får stöd av en empirisk analys av bilindustrin.

Diskussionen ovan förklarar varför man borde vara intresserad av var konkurrenter till svenska företag är baserade. EMU kommer inte nödvändigtvis att leda till små fluktuationer i vinster som en följd av växelkursfluktuationer, ens när det gäller försäljning inom EMU. Konkurrens från länder utanför EMU är betydande inom många industrier, och vinsterna inom dessa industrier kommer att fluktuera så länge som växelkursen mellan euro och resten av världens valutor

²⁵ Se Giovannini (1988) för en mer detaljerad diskussion.

²⁶ Deras modell tyder på att övervältring kan vara en icke-linjär funktion av marknadsandel för mindre marknadsandelar (först minskar den och sedan ökar den).

fluktuerar. Effekten kommer att bli mindre viktig ju fler länder som går med i EMU och ju större spridning som euron får när det gäller internationella transaktioner.

Tabell 2 ger en fingervisning om olika länders roll som konkurrenter till svensk produktion. Medan EU-ländernas totala andel i export och import är runt 60 procent antyder IMF:s TCW-vikter att EU-ländernas vikt är runt 70 procent. Enligt MERM-vikterna är dock EU:s sammanlagda vikt bara lite över 50 procent.²⁷ Den totala vikten för "kärn"-länderna inom EU – Benelux, Frankrike, Tyskland och Österrike, de mest troliga medlemmarna i en monetär union 1999, är klart under 50 procent. Detta antyder att den exakta definitionen av EMU-området kommer att vara mycket viktig. Huruvida Danmark, Finland och Storbritannien går med i den monetära unionen eller inte avgör huruvida huvuddelen av konkurrensen kommer från EMU eller icke EMU-länder. Till och med den tidigare svenska valutakorgregimen (1977-91) som stabiliserade ett genomsnitt av kronans växelkurser kanske medförde lägre växelkursosäkerhet än vad ett eventuellt deltagande i ett litet EMU kommer att göra.

En annan aspekt på EMU är att unionen kan göra det svårare för svenska företag att prisdiskriminera mellan olika nationella marknader inom EMU. Empirisk forskning visar att det är större prisvariationer mellan identiska varor sålda i olika länder än det är mellan olika varor som säljs i samma land (se t ex Engel, 1993). Detta tyder på att en gemensam valuta kan förenkla arbitrage mellan nationella marknader som är med i EMU. Detta skulle tendera att skada företag men generellt sett gagna konsumenter. För att bedöma välfärdskonsekvenserna av mindre växelkursosäkerhet och mindre prisdiskriminering måste man emellertid veta mer om förklaringarna till nominella stelheter. Om det finns vissa imperfektioner som inte försvinner då nominella växelkurser fixeras, är det svårt att veta huruvida minskad växelkursosäkerhet leder till högre välfärd eller inte.

Ett sista argument som knyter samman konkurrens och växelkursosäkerhet bör nämnas. Det nämns ofta att en gemensam valuta är nödvändig för att uppnå de fulla fördelarna av den interna europeiska marknaden, dvs att EMU är en nödvändig del av 1992-agendan. Detta resonemang baseras delvis på argument som diskuterats ovan, som att EMU kan leda till mindre prisdiskriminering om växelkursosäkerheten reduceras. Men det är också ett faktum att protektionistiska krafter ofta pekar på växelkursförändringar som en

²⁷ Det ska noteras att IMF:s vikter inte inkluderar alla svenska handelspartners och konkurrenter. I någon utsträckning överskattar dessa därför EU-ländernas roll.

följd av "beggar-thy-neighbour"-politik ("konkurrensdevalveringar"). Även om den ekonomiska logiken bakom detta resonemang inte är glasklar verkar det rimligt att ökad växelkursstabilitet kan vara välfärdshöjande om det reducerar trycket från de protektionistiska krafterna. Det är emellertid också troligt att dessa krafter kommer att ta sig andra uttryck när växelkurserna en gång har blivit stabiliserade inom EMU. EMU-ländernas starka internationella position kan också leda till mer protektionism gentemot länder utanför EMU.

3.4 Korrelationer mellan växelkurser och andra variabler som påverkar företagens vinster

I huvuddelen av litteraturen om internationell prisdiskriminering och i vår diskussion hittills har nominella växelkurser antagits vara den enda källan till osäkerhet för företaget när det löser sitt maximeringsproblem. Det finns emellertid goda teoretiska och empiriska grunder till att tro att oväntade förändringar i växelkurser är förknippade också med oväntade förändringar i kostnaden för kapital, arbetskraft och intermediära insatsvaror, liksom i inkomst eller förmögenhet hos de konsumenter som efterfrågar företags produkter.

Importerade insatsvaror utgör en stor andel av produktionsvärdet i många branscher. Några exempel, baserade på input-otput data från 1985, ges i tabell 6.

Tabell 6: Olika insatsvarors andel av produktionsvärdet i olika branscher, 1985

	Bransch, SNI			
	3832 Teleprodukt- industri	3843 Bil- och bil- motorindustri	34112 Pappers- och pappindustri	3845 Flygplans- industri
Inhemska insatsvaror	22,8	33,4	52,8	24,9
löner	32,1	22,3	14,7	35,5
rörelseresultat, brutto	9,3	14,2	14,5	7,0
importerade insatsvaror	33,6	28,6	11,8	30,1
produktionsvärde	100	100	100	100

Källa: SCB, Input-outputtabeller för Sverige 1985

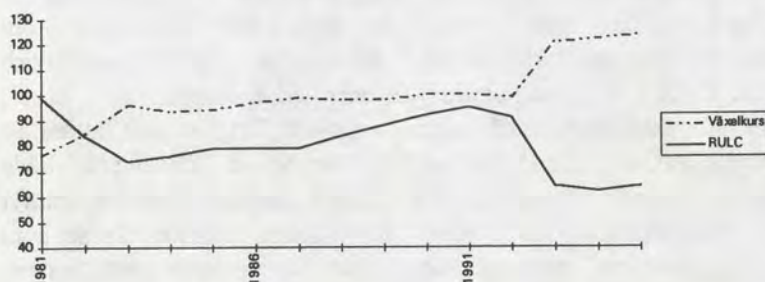
I pappers- och pappindustrin (SNI 34112) motsvarar kostnaderna för importerade insatsvaror 11,8 procent av produktionsvärdet medan siffran för teleproduktindustrin (SNI 3832) är 33,6 procent. Växelkurs exponeringen för ett företag som använder importerade insatsvaror beror följaktligen på hur stor deras andel är, hur mycket priserna på dessa produktionsfaktorer påverkas av växelkursförändringar och på hur mycket av dessa kostnadsförändringar företaget i sin tur vältrar över till sina kunder.²⁸ Den totala ekonomiska exponeringen för växelkursfluktuationer beror således på andelen (och valutadenomineringen) av importerade insatsvaror, utöver de faktorer som vi diskuterat i avsnitt 3.1-3.3.

Arbetskraft är en viktig insatsfaktor i alla branscher. Eftersom nominella löner tenderar att vara stela, kommer förändringar i produktrealloner att vara starkt korrelerade med förändringar i växelkurs genom de priser som företagen sätter. I Sverige har de största förändringarna i konkurrenskraft och reallöner uppstått i samband med devalveringarna av kronan 1981-82 och deprecieringen som följde övergången till en flytande växelkurs i november 1992. I diagram 2 kan vi se hur den svenska industrins relativa arbetskraftskostnad gentemot utländska konkurrenter (relativa löner i gemensam valuta, justerade för förändringar i produktivitet) föll med omkring 25 procent 1981-83 och ännu mer 1991-93. Det faktum att

²⁸ Se Gron & Swenson (1996) för en studie av japanska och amerikanska bilar sålda i USA.

reallöner är korrelerade med nominella växelkurser påverkar givetvis växelkursexponeringen.

Diagram 2: Nominell växelkurs och relativ arbetskraftskostnad per producerad enhet, svensk tillverkningsindustri, 1981-1995



Kommentar: RULC är relativ arbetskraftskostnad per producerad enhet i tillverkningsindustrin relativt 14 OECD-länder mätt i gemensam valuta. Växelkursen är IMF:s TCW-index.

Källor: IMF och LO.

Räntor är också korrelerade med förändringar i växelkurser, eftersom kapitalet är internationellt rörligt. Teoretiskt sett är skillnaden mellan nominella räntor på tillgångar denominerade i inhemsk och utländsk valuta lika med den förväntade deprecieringen av den inhemska valutan plus en riskpremie. Nominella räntedifferenser är emellertid inte speciellt användbara för att förutsäga växelkursförändringar. Detta antyder att växelkursprognoser är systematiskt felaktiga och/eller att riskpremier är mycket volatila. Empirisk forskning har inte lyckats komma med några definitiva svar på frågan om den relativa betydelsen av prognosfel och fluktuationer i riskpremier, eftersom dessa variabler inte är direkt observerbara.²⁹ För våra syften räcker det att slå fast att de stokastiska processer som driver nominella växelkurser kommer att påverka både växelkursförväntningar och riskpremier och därmed också räntor.³⁰

²⁹ Nesséns (1996) studie av data från de nordiska länderna antyder att fluktuationer i riskpremier är viktigare än förväntningsfel. Hennes analys är inspirerad av Froot & Frankel (1989), som finner det motsatta resultatet i amerikanska data.

³⁰ Se Adler & Dumas (1983) för vidare diskussion av denna fråga.

Styrkan på korrelationen mellan växelkurser och andra "fundamentala variabler" (bakomliggande variabler som borde ha betydelse för växelkursens nivå och förändring) har ägnats mycket uppmärksamhet i empiriska studier.³¹ Det man har funnit tyder, bland annat, på att en stor del av växelkursfluktuationerna är orelaterade till "fundamenta" och att de estimerade sambanden inte är stabila utanför den period man studerar. Icke desto mindre *är* växelkurser relaterade till "fundamenta". På mycket kort sikt (säg, inom en dag) är växelkursförändringar korrelerade med ny information om makroekonomiska förhållanden. Sambandet är svagt på månads- och kvartalsdata, där växelkursfluktuationer verkar domineras av "brus", men blir starkare igen på längre horisonter. Det har varit lättare att finna samband mellan växelkursförändringar och "fundamenta" både för mycket instabila regimer (som under hyperinflationer) och relativt stabila regimer (som "target zones", det vill säga fasta växelkurser som tillåts fluktuera inom ett band), än för regimer med normal växelkursflexibilitet.³²

Denna information om samband mellan växelkurser och andra variabler som påverkar företagens vinster leder till slutsatsen att växelkursfluktuationer inte är den enda, antagligen inte den mest betydande, och definitivt inte en oberoende källa till osäkerhet för företagen. Likväl baseras vanligtvis analys av internationell prisdiskriminering och växelkursövervältring på antagandet att växelkurser är den enda källan till osäkerhet. Detta är inget orimligt antagande i en statisk analys om man är intresserad av volatiliteten i vinsten, säg, på årsbasis. På sådana frekvenser är nominella växelkurser mycket volatila och endast svagt relaterade till "fundamenta". Om man är bekymrad över växelkursexponeringen på längre sikt, vilket diskussionen i nästa avsnitt tyder på att man bör vara, är antagandet om oberoende växelkursosäkerhet inte hållbart.

³¹ Se Taylor (1995), Frankel & Rose (1995) och Obstfeld (1995) för översikter.

³² Se Edin & Vredin (1993), Lindberg m fl (1993), Söderström & Stenfors (1995) samt Siklos & Tarajos (1996) för studier av Sverige och övriga länder med "target zone"-system.

3.5 Intertemporala aspekter

Ett företags agerande i dag påverkar ofta dess vinster i framtiden. Intertemporala kopplingar kan uppstå på såväl efterfrågesidan som utbudssidan. Efterfrågesidan har studerats av Froot & Klemperer (1989), som fokuserar på konsumenters sökkostnader. Intertemporala samband på utbudssidan har studerats av Baldwin & Krugman (1989) och Dixit (1989), som ser på beslutet att vara närvarande på en exportmarknad som en investering som helt går till spillo (p g a irreversibla investeringar i t ex marknadsförings- och distributionsnätverk) om man beslutar sig för att lämna marknaden. Följden av dylika teorier är att prisbeslutet delvis blir ett investeringsbeslut eftersom det påverkar framtida kassaflöden. Detta får ytterligare konsekvenser. Framför allt kommer växelkursförändringars påverkan på priser att bero på om förändringarna ses som permanenta eller tillfälliga. Dessutom kan det finnas "hysteresis"-effekter på handeln – stora svängningar i reala växelkurser kan ha bestående effekter på industristrukturen genom företags inträde på och utträde från olika nationella marknader.³³

Kasas (1992) modell, där företaget har tilltagande anpassningskostnader för försäljning till utländska marknader, har liknande implikationer för prissättningsbeteendet. Han använder data för amerikansk och kanadensisk import av sju varor och finner en del empiriskt stöd för sin teori om internationell prisdiskriminering. Det faktum att hans modell inte verkar förklara svenska exportörers internationella prisdiskrimineringsbeteende betyder inte att korrelationerna mellan växelkurser och svenska import- och exportpriser är opåverkade av intertemporala relationer.³⁴ Gottfries (1991) antyder att den intertemporala prissättningsansatsen kan förklara svenska exportörers beteende efter devalveringarna 1981 och 1982. Exportörer tenderade att höja sina vinstmarginaler i kronor i stället för att investera i marknadsandelar. Detta skulle vara ett beteende i linje med modeller av Froot och Klemperers typ om den reala deprecieringen uppfattades som temporär (dvs om exportörer förväntade sig en real appreciering).³⁵

³³ Fenomenet "hysteresis i handel" gavs särskild uppmärksamhet efter de starka svängningarna i den amerikanska dollarn under 1980-talet. Se t ex Baldwin & Krugman (1989).

³⁴ Se Alexius & Vredin (1996).

³⁵ Se också Gottfries (1994).

Ett intressant ämne för ytterligare forskning är om export- och importpriser har reagerat annorlunda på förändringarna av den flytande kronans kurs efter 1992 än på tidigare devalveringar. Förändringar i flytande växelkurser kan förväntas ha ännu mindre varaktiga effekter än ändringar i en fast växelkurs. I allmänhet så finns det liten anledning att förvänta sig att prissättningsbeteende, och därför växelkursexponering, ska vara oberoende av förändringar i den penningpolitiska regimen. Detta gör det svårt att bedöma hur EMU kommer att påverka svenska företags exponering för växelkursosäkerhet.

3.6 Varför spelar växelkursfluktuationer roll?

Som vi har sett ovan har de flesta teoretiska och empiriska analyser av hur företag svarar på växelkursfluktuationer koncentrerats till frågan om hur vinster påverkas av exogena (reala eller nominella) växelkursförändringar. Växelkursvariabilitet leder till vinster som ibland är högre och ibland lägre. Detta kan vara ett problem om investerarna inte tycker om fluktuationer i värdet av sina samlade tillgångar och inte kan försäkra sig mot sådana utan kostnad eller om växelkursfluktuationer påverkar genomsnittliga vinster negativt. Växelkursfluktuationer minskar genomsnittsvinster om det är så att vinsten ökar i en *avtagande takt* när växelkursen blir mer gynnsam för företaget. Om vinsten ökar i en *tilltagande takt* då växelkursen blir gynnsammare för företaget, kommer växelkursfluktuationer att leda till en ökning av genomsnittsvinsterna.³⁶

Det är inte orimligt att växelkursfluktuationer ökar genomsnittliga vinstnivåer. Som svar på växelkursfluktuationer kan ett flexibelt företag ändra sina beslut när det gäller vilka marknader det ska exportera till och importera från. Total produktion, försäljning och vinster kan öka när växelkursen är gynnsam för företaget, medan de negativa effekterna av en ogynnsam växelkurs kan begränsas genom produktionsnedskärningar. I denna bemärkelse kan växelkursvariabilitet ge en chans att uppnå högre genomsnittsvinster än fallet vore under stabila växelkurser. Detta är också intuitionen bakom ett välkänt resultat från mikroekonomi som säger att

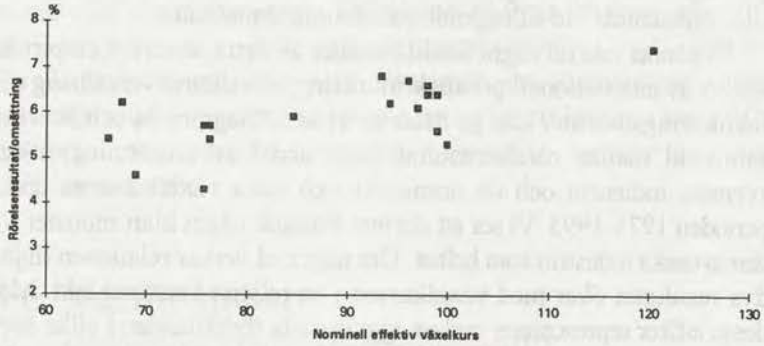
³⁶ I tekniska termer är det avgörande huruvida vinster är konvexa eller konkava i växelkursen.

genomsnittsvinsterna för ett pristagande företag är högre ju mer marknadspriset fluktuerar.³⁷ Även om detta inte är direkt tillämbart på vårt problem, eftersom det representativa företaget inte tycks vara en pristagare, är det viktigt att veta huruvida vinster normalt är ökande eller minskande vid tilltagande växelkursfluktuationer.

Vi känner inte till några direkta studier av detta, även om empiriska studier av internationell prisdiskriminering, växelkursövervältring och faktureringsmönster kan ge delar av svaret. Diagram 3a och 3b visar samband mellan rörelseresultat (som andel av omsättning) i den svenska industrin och de nominella och reala växelkurserna under perioden 1975-1993. Vi ser att det inte framgår något klart mönster för den svenska industrin som helhet. Om något så verkar relationen linjär, dvs resultatet ökar med växelkursen i en relativt konstant takt. Men dessa siffror representerar endast aggregerade förhållanden i vilka även mycket starka mönster för enskilda företag kan uppväga varandra. En del företag kanske tjänar mer på en depreciering än andra. Vi måste också tänka på att växelkurser bara är en av många faktorer som påverkar vinsten. Allt vi kan säga är att det inte finns något övertygande teoretiskt eller empiriskt bevis för att *riskneutrala* företag skadas av växelkursinstabilitet.

³⁷ Oi (1961).

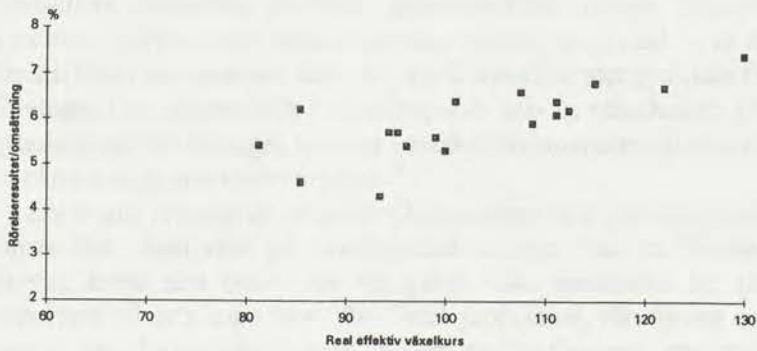
Diagram 3a: Rörelseresultat/omsättning och nominell växelkurs, svensk industri 1975-1993



Kommentar: Diagrammet visar rörelseresultat före avskrivningar som procentuell andel av omsättningen för industrin vid nominella växelkurser (TCW) 1975-1993.

Källor: IMF och SCB.

Diagram 3b: Rörelseresultat/omsättning och real växelkurs, svensk industri 1975-1993



Kommentar: Diagrammet visar rörelseresultat före avskrivningar som procentuell andel av omsättningen för industrin vid reala växelkurser (TCW) 1975-1993.

Källor: IMF och SCB.

Internationella studier av hur företag styr sin växelkursrisk tyder på att företagen agerar som om de vore *riskaverta*.³⁸ Terminskontrakt verkar vara det vanligaste sättet att skydda sig mot växelkursrisk. Tyngdpunkten läggs på säkring av transaktionsexponering, dvs säkring av kända nettoflöden i olika valutor, medan försöken att skydda sig mot den totala ekonomiska exponeringen verkar vara begränsade. Enligt Torniainen (1992) tas emellertid hänsyn till olika makroekonomiska indikatorer när strategiska beslut fattas. Dessa resultat reser frågorna, för det första, varför företag försäkrar sig och, för det andra, varför skyddet begränsar sig till transaktionsexponeringen.

Med kompletta marknader kan försäkring mot valutarisk inte öka värdet på ett företag, eftersom ägarna lika gärna kan välja sin egen föredragna riskprofil genom att skapa en portfölj av företag med olika exponering. I en sådan friktionsfri värld skulle knappast valet av växelkurspolitik vara intressant heller. Dufey & Srinivasalu (1983) och Smith & Stulz (1985) pekar på några imperfektioner i verkligheten som kan förklara varför företag försöker att begränsa sin exponering för växelkursosäkerhet. Orsaker kan vara skatter – skatter är generellt sett inte negativa när vinsten är negativ – och/eller kreditrestriktioner (asymmetrisk information leder till att säkerheter krävs för tillgång till kreditmarknaden) som innebär att växelkursfluktuationer kan leda till finansiella svårigheter och konkurs. En annan orsak till varför valutasäkring skulle kunna öka värdet av ett företag är att företaget har bättre information om sin exponering för växelkurser än vad de enskilda investerarna har, eller om företaget kan skapa säkring till en lägre transaktionskostnad.³⁹ Ett argument som presenteras i läroböcker i finansiell ekonomi är att valutasäkring kan göra det lättare att utvärdera olika delar av ett företag som utsätts för växelkursrisk och hjälpa ledningen att fokusera på centrala produktionsaspekter.⁴⁰

De instrument på de finansiella marknaderna som kan användas för att försäkra sig mot valutarisk är mest relevanta för säkring av kända

³⁸ Se Belk & Glaum (1990) för en studie av 17 brittiska företag och Torniainen (1992) för en översikt. Vi känner inte till någon heltäckande studie av hur svenska företag handskas med växelkursosäkerhet, även om en del studier av enskilda företag har gjorts, t ex Hegbart och Jutterströms (1995) studie av Cloetta Choklad och Konfektyr (ett dotterbolag till Cloetta AB). Deras resultat, och våra egna diskussioner med STORA, verkar ligga i linje med de internationella studier som citeras av Torniainen (1992).

³⁹ Det verkar finnas informationsasymmetrier mellan företag och investerare. Sveriges Finansanalytikers Förening (1994) noterar i sina rekommendationer att den information som ges av företag om växelkursexponering ofta är bristfällig och att metoderna med vilka denna rapporteras uppvisar stora variationer mellan företagen.

⁴⁰ Se t ex Brealey & Myers (1991), eller Sercu & Uppal (1995).

positioner.⁴¹ Om ett företag har en känd intäkt som de vet att de kommer att få i D-mark om sex månader är det inga problem att säkra denna på de finansiella marknaderna. Kostnaden för att göra detta kan inte anses orimligt stor (dvs marknaden verkar vara effektiv) och förfarandet är okomplicerat. Detta är säkring av transaktionsexponering eller vad Dumas (1994) kallar "short-term hedging". Eftersom det finns anledning att vänta sig att växelkurser påverkas av "fundamenta" med tidsfördröjning (se avsnitt 3.4), och eftersom företaget har god anledning att lösa sitt vinstmaximeringsproblem i ett intertemporalt perspektiv (se avsnitt 3.5) är ett kortsiktigt – allra minst statistiskt – perspektiv på växelkursexponering alltför snävt. Men som Dumas (1994) betonar, är det enbart med ett statistiskt perspektiv som argumentet att företag med lätthet kan säkra sig mot växelkursosäkerhet är korrekt. Dumas noterar att företagsledare är skeptiska till att ha terminskontrakt som inte kommer att matchas av några reala flöden: "Företagsledare är – kanske som svar på ett "no-regret"-villkor – mycket tveksamma till att initiera en säkring som senare skulle behöva upphävas".

Medan långsiktig valutasäkring således kan vara motiverad är den också extremt komplicerad, både eftersom försäkringslösningen kontinuerligt måste uppdateras när förväntningar om långsiktiga förhållanden modifieras, och eftersom man behöver relativt detaljerad information om mekanismerna bakom växelkursexponering (som vi har visat ovan). Givet transaktions- och informationskostnader, kan det följaktligen vara optimalt för ett företag att endast befatta sig med kortsiktig valutasäkring.

Det förefaller rimligt att anta att större företag generellt sett har lättare att handskas med växelkursosäkerhet än ett litet företag. Det faktum att storföretag vanligtvis har specialiserade finansavdelningar borde betyda att de har bättre kapacitet att hantera negativa effekter av växelkursfluktuationer. Stora företag är också antagligen i en mindre utsträckning drabbade av kreditrestriktioner och andra avvikelser från den friktionslösa (Modigliani-Miller) ekonomin. Det är därför intressant att titta på företagsstrukturen i svensk export och import. Denna presenteras i tabell 7.

⁴¹ Se Torniainen (1992).

Tabell 7: De största koncernernas andel av total varuexport och varuimport, 1994 (i procent)

	Andel av export	Andel av import
5 största	26,3	17,1
10 största	37,5	23,0
20 största	50,9	31,2
100 största	71,3	49,9

Källa: SCB

En mycket stor andel av svensk export och import handhas av koncerner som kan förväntas kunna hantera komplicerade frågor om internationell finansiering på ett bra sätt. Men man kan också vända på argumentet – att den andel av handeln som verkar skötas av mindre företag är så liten kan spegla att det finns viktiga hinder för mindre företag som vill bedriva internationell handel. Växelkursvariabilitet kan vara ett sådant hinder.

Sammanfattningsvis påverkas företag på många olika sätt av oönskade förändringar i växelkurser: genom priset på deras produkter, genom priset i relation till konkurrerande produkter och till kostnaden för insatsvaror samt genom konsumenters efterfrågan. Sambanden är emellertid komplicerade funktioner av marknadsstrukturer, nominella stelheter och fakturerings- och prissättningsbeteenden. Teoretiskt, om kapitalmarknaderna fungerade perfekt, skulle företag inte behöva bry sig om sin växelkursexponering. En högre grad av växelkursosäkerhet kan lika väl vara av fördel som skadligt för ett företag och investerare skulle kunna diversifiera genom att äga andelar i företag med olika växelkursexponering. I praktiken verkar det emellertid som om företag generellt agerar som om de ville minska sin exponering för växelkursosäkerhet. Olika imperfektioner (informations- och transaktionskostnader) tycks ge anledning till att skydda verksamheten mot växelkursosäkerhet.

Enligt *European Economy* (1990, sid 73): "säkras endast en andel av total handel genom terminssäkringar och tillgängliga data på internationell portföljdiversifiering antyder att växelkursrisk inte diversifieras av aktieägare". Diskussionen i avsnitt 3.1-3.5 ovan tyder emellertid på att det på intet sätt är en lätt uppgift att mäta och identifiera källorna till växelkursosäkerhet och ekonomisk exponering. Exponeringen som ska säkras beror på ett komplicerat sätt på företagets konkurrenssituation, t ex konkurrenters prissättningsbeteende och växelkursernas genomslag på försäljningspriser och priser på insatsvaror. Dessutom är andra källor till osäkerhet inte oberoende av växelkursosäkerhet. Av dessa anledningar är den faktiska graden av

försäkring och diversifiering svår att mäta för en utomstående observatör. Av samma orsaker är försäkring också ett problem för företaget självt. Detta verkar vara ett argument för att reducera växelkursosäkerheten genom makroekonomisk politik, om nu detta är möjligt.

4 Växelkursosäkerhet och penningpolitik⁴²

I avsnitt 3.4 ovan hävdades att växelkursfluktuationer inte är en oberoende källa till osäkerhet för företaget. Detta argument borde i sig självt knappast vara överraskande eller kontroversiellt. Nominella växelkurser är relativpriser på olika nationella valutor. Som sådana borde de påverkas av penningpolitik och vara korrelerade med andra variabler vilka också påverkas av penningpolitik. Penningpolitik har omedelbara effekter på växelkurser och korta nominella räntor, delvis genom förväntningar om framtida politik. Penningpolitik påverkar inflationen med en viss fördröjning. Nominella stelheter implicerar att dessa effekter på nominella variabler i sin tur vidarebefordras till reala räntor och reallöner, åtminstone temporärt. Att penningpolitik kan påverka produktionen och sysselsättningen på kort sikt är heller inte speciellt kontroversiellt.

Icke desto mindre har dessa iakttagelser stor betydelse för frågan om huruvida EMU kommer att ge upphov till mikroekonomiska vinster av lägre växelkursosäkerhet. Adler & Dumas (1983, sid 962) noterar:

"frågan om växelkursriskens relevans blir då felformulerad eftersom växelkurser och prisnivåer är endogena. Det som studeras blir då välfärdseffekter, eller icke-neutralitet, av penningpolitik i en värld med flera valutor. Frågeställningen är mycket komplex och få påståenden äger giltighet utanför ett speciellt sammanhang eller en speciell modellformulering".

Svaret som man ger på den felformulerade frågan om EMU kommer att leda till fördelaktigt lägre nivåer av växelkursosäkerhet eller inte, verkar avgöras av vilken av två extrema åsikter om växelkursfluktuationer som man har lättast att acceptera. Friedman (1953) uttryckte åsikten att rörliga växelkurser inte utgör en extra källa till risk och att ökad växelkursflexibilitet "behöver inte ändra graden av osäkerhet överhuvudtaget, och kan till och med minska osäkerheten".

⁴² I detta avsnitt har vår diskussion ett makroekonomiskt perspektiv. Frågorna som diskuteras är centrala för frågan huruvida EMU leder till lägre växelkursosäkerhet, men diskussionen är kortfattad eftersom ämnet täcks i andra rapporter till EMU-utredningen.

Å andra sidan finns idén att växelkursfluktuationer drivs av exogena, möjligtvis självuppfyllande och därför destabiliserande, förväntningar. Den uppfattningen avfärdades av Friedman, men har på senare tid blivit mycket populär, inte minst efter de europeiska valutakriserna 1992 och 1993.

På en teoretisk nivå är det klart att flytande växelkurser har potential att fungera som "automatiska stabilisatorer" när ekonomin utsätts för reala störningar. En fast växelkurs kan emellertid vara stabiliserande om det förekommer finansiella störningar, till exempel till penningefterfrågan. Dessa argument kan man finna i standardläroböcker i internationell ekonomi, till exempel Krugman & Obstfeld (1994). När nominella priser är stela, erbjuder nominella växelkurser en länk mellan ekonomins reala och finansiella sektorer. En rörlig växelkurs kan på ett fördelaktigt sätt vidarebefordra reala chocker till den finansiella sektorn och leda till förändringar i räntenivåer som minskar effekterna på produktionen. Men när störningarna sker på de finansiella marknaderna är det fördelaktigt om länken skärs av med hjälp av en fast växelkurs.

Standardläroböcker betonar nuförtiden också att växelkursen är ett tillgångspris som påverkas av förväntningar om framtida värden på växelkursen själv liksom på andra fundamentala variabler. Ny forskning har visat hur förväntningar kan bli självuppfyllande och destabiliserande under vissa förutsättningar. Dessa exempel visar emellertid inte att destabiliserande spekulation är omöjlig att undvika, eftersom resultaten i modellerna beror på vad som antas när det gäller penningpolitikens utformning.⁴³

Som vi poängterade i avsnitt 3.4 ovan, är förändringar i nominella växelkurser vanligtvis inte orelaterade till "fundamenta". Det finns ändå en del empiriska resultat som stöder spekulationshypotesen. På kort sikt (månads- eller kvartalsvis) verkar förändringar i nominella växelkurser drivas huvudsakligen av "brus". Dessutom finner man att makroekonomiska variabler generellt sett varken är mer eller mindre stabila under fasta än under flytande växelkursregimer. Undantaget är reala växelkurser, vilka uppenbart är mer volatila när de nominella växelkurserna är flexibla, eftersom prisnivåer är stela. Flera, inte ömsesidigt uteslutande, tolkningar av dessa observationer är emellertid möjliga. Det är givetvis tänkbart att en penningpolitik som siktar på att upprätthålla en fast växelkurs kan stabilisera nominella och reala växelkurser, både genom att stabilisera förväntningar (om politiken är trovärdig), och genom att stabilisera "fundamenta", till exempel genom

⁴³ Se t ex Ljungqvist (1994) och Obstfeld (1996).

att göra finans- eller penningpolitiken mer stabil. Det är också möjligt att flytande växelkurser rör sig utan uppenbar anledning. Men empirin kan också spegla det faktum att förändringar i penningpolitiska regimer i sig själva är endogena. Fasta växelkurser kan ha övergivits efter kraftiga reala störningar och makroekonomisk stabilitet kan ha bevarats genom nominell – och real – växelkursflexibilitet. Den förra tolkningen verkar ligga bakom argumenten för EMU, medan den senare tolkningen är konsistent med Friedmans syn.

Tyvärre kan historiska samband mellan makroekonomiska fluktuationer och växelkurspolitik vara av begränsat värde när det gäller att förutspå effekterna av EMU. Våra erfarenheter kommer mestadels från regimer som har karaktäriserats av mer eller mindre växelkursflexibilitet. En europeisk monetär union är ett experiment utan föregångare. Huruvida EMU leder till mer eller mindre osäkerhet beror på specifika detaljer i ECBs politik. Vidare diskussion i denna fråga skulle emellertid föra oss utanför det ämne vi har valt att diskutera i denna uppsats.

5 Andra mikroekonomiska fördelar av EMU

Av de 16 mekanismer genom vilka EMU förväntas ha sina starkaste effekter enligt *European Economy* (1990) är tre relaterade till växelkursvariabilitet och -osäkerhet:

- En minskning i nominell växelkursosäkerhet mellan EMU-länderna förväntas öka investeringsvolymen och investeringars effektivitet;
- Om EMU leder till mer investeringar, förväntas detta leda till högre tillväxt, åtminstone på medellång sikt;
- Ersättandet av olika nationella valutor med en gemensam valuta förväntas leda till en fördelaktig stabilisering av "terms of trade" (relationen mellan import- och exportpriser).

Denna uppsats har framför allt handlat om källorna till växelkursosäkerhet och deras effekt på företagets vinster. Sådana mekanismer är viktiga att förstå innan effekter på investeringar, tillväxt, "terms of trade" och allmän ekonomisk effektivitet kan utvärderas. I detta avsnitt kommer vi att kort belysa några av argumenten om dessa effekter.

Teorin säger oss att sambandet mellan osäkerhet och investeringar kan vara antingen positivt eller negativt. Effekterna beror på investerarnas riskaversion, huruvida investeringar är irreversibla, och på vinstfunktionens specifika form.⁴⁴ Att bestämma tecknet på effekten empiriskt har visat sig svårt och frågan är på intet sätt löst.⁴⁵ Om vi flyttar oss från frågan om osäkerhet generellt till växelkursosäkerhet specifikt, finner man inte speciellt mycket empiriskt arbete. Goldberg (1993) och Campa & Goldberg (1995a,b) har studerat hur växelkursrörelser påverkar investeringar i olika länder. Campa & Goldberg (1995a) finner svaga, generellt sett inte signifikanta, negativa effekter från växelkursosäkerhet (variabilitet) på investeringar.

⁴⁴ Se till exempel Caballero (1991). Dixit & Pindyck (1994) gör en utförlig analys av investering under osäkerhet.

⁴⁵ Se Leahy & Whited (1995) för en översikt.

Växelkursosäkerhet kan påverka investeringar om företag säkrar sig mot växelkursfluktuationer genom att diversifiera internationellt, dvs genom att investera utomlands. Resultaten i Goldberg & Kolstad (1994) pekar på sådana effekter när det gäller bilaterala utländska direktinvesteringar mellan USA och Japan, Kanada och Storbritannien. Aizenmann (1994) gör en teoretisk analys av detta fenomen. Adler & Dumas (1983), å andra sidan, argumenterar för att andra motiv såsom köp av kontroll antagligen är mycket viktigare förklaringar för utländska direktinvesteringar och multinationella företag än säkringsmotiv.

Frågan om hur tillväxten skulle påverkas av EMU rör väldigt många frågor, inte minst de ovan diskuterade effekterna på investeringar. Vi har noterat att det empiriska stödet för positiva effekter på investeringar av minskad växelkursvariabilitet är svagt eller tveetydigt. Givet svårigheterna att etablera en klar teoretisk koppling mellan investeringar och långsiktig tillväxt borde det inte komma som någon överraskning att det finns ännu mindre belägg för tillväxteffekter av lägre växelkursvolatilitet.

När det gäller effekten av växelkursfluktuationer på variabiliteten i "terms of trade" är situationen något klarare. Som vi har noterat ovan är reala växelkurser mer volatila när nominella växelkurser är mer flexibla. Det finns också starka belägg för att exportpriset på en handlad vara ofta skiljer sig mellan olika importmarknader och att skillnaderna samvarierar med förändringar i nominella växelkurser (se avsnitt 3.1). Vi tolkar detta som stöd för antagandet att "terms of trade" är mer stabila när växelkurser är fasta. Men det är inte självklart att detta är bra. Eftersom växelkursen kan fungera som en automatisk stabilisator kan ökad växelkursflexibilitet vara förknippad med ökad stabilitet i produktionen, även om – eller rättare sagt, på grund av att – relativpriser blir mer volatila.

De flesta empiriska studier finner inga signifikanta eller endast svaga negativa samband mellan handelsnivåer och växelkursvariabilitet. Edison & Melvin (1990) gör en omfattande översikt. En kalibrering av Gagnon (1993) tyder också på att det finns små möjligheter för växelkursfluktuationer av realistisk omfattning att minska handeln i någon större utsträckning. Det bör emellertid noteras att det finns studier som pekar i motsatt riktning⁴⁶, och att EMU i det stora hela är ett projekt utan föregångare. En monetär union skulle kunna leda till mer konkurrens och mer handel genom mekanismer som vi inte har observerat förut (se avsnitt 3.3 för beslätade argument).

⁴⁶ Se till exempel De Grauwe & de Bellefroid (1989) och Arize (1995).

Medan det empiriska stödet för positiva effekter av växelkursstabilitet på handel, investeringar och tillväxt är relativt svagt, så leder ett enkelt tankeexperiment till slutsatsen att en del stabilitet, åtminstone inom tillräckligt små valutaområden, är önskvärd. Antag att varje svensk stad hade sin egen valuta. Det verkar rimligt att man skulle kunna stimulera handel, investeringar och tillväxt genom att skapa ett större valutaområde med en gemensam valuta. Stimulansen skulle inte enbart komma från minskad osäkerhet om handelsförhållandena utan även genom lägre växlingskostnader. Den kanske mest uppenbara vinsten av att skapa en gemensam valuta är minskningen i transaktionskostnaderna. Den direkta kostnaden för valutaväxling skulle minska. Även en del av de resurser som företag ägnar åt att handha valutaväxling skulle kunna frigöras. Kostnader skulle dock självklart kvarstå för transaktioner i valutor som inte tillhör EMU. I *European Economy* (1990) uppskattas det att vinsten av minskade transaktionskostnader som ett resultat av en monetär union skulle uppgå till mellan 0,1 och 0,9 procent av BNP (för EU-medlemmarna vid den tiden). Ju "mindre" valutan är och ju mindre sofistikerade ett lands finansmarknader är, desto högre är transaktionskostnaderna för valutaväxling och desto mer resurser skulle en monetär union spara. Wihlborg (1995) gör en enkel kalkyl som tyder på att bankernas intäkter från valutatransaktioner motsvarar ungefär 0,1 procent av Sveriges BNP. Vinsterna verkar inte vara tillräckligt stora för att spela en kritisk roll när det gäller att utvärdera effekterna på svensk ekonomi av att gå med i EMU. Fördelarna kan emellertid vara mycket olika fördelade. Små företag lär tjäna relativt mer än stora företag.

Ett argument som vi inte har berört direkt är att EMU skulle kunna vara fördelaktigt om lägre växelkursosäkerhet skulle leda till lägre reala räntor genom lägre riskpremier. Den mikroekonomiska ansatsen i detta papper behandlar de fundamentala mekanismer som skulle kunna ligga bakom ett sådant samband mellan monetär integration och räntenivåer. Om riskpremier sjunker måste detta vara ett resultat av att företags (och hushålls) upplevda osäkerhet minskar. Vi har kommit fram till att EMUs effekter i detta avseende är svåra att förutse.

6 Slutsatser

Syftet med denna rapport har varit att belysa argumentet att EMU leder till vinster på grund av lägre växelkursosäkerhet. Vi tror att våra svårigheter med att ge ett entydigt svar har mer att göra med problemets komplexitet än med vår inkompetens. Även Krugman (1993, sid 22) pekar på svårigheterna:

"Lika tänkbart är att de dolda mikroekonomiska fördelarna av en gemensam valuta är så överväldigande i USA att Europa borde följa USAs exempel trots att de makroekonomiska kostnaderna skulle vara mycket större. Vi vet helt enkelt inte. Det är inte så att det är motstridigheter mellan olika uppskattningar. Det finns helt enkelt inga uppskattningar alls. Vid det här laget skulle ni kunna tänkas fråga mig hur jag skulle vilja åtgärda denna brist. Det korta svaret är att jag inte vet."

Icke desto mindre måste vi göra en bedömning av huruvida den ökade grad av växelkursstabilitet som EMU kan erbjuda sannolikt kommer att vara fördelaktig eller inte.

Vår översikt leder oss till slutsatsen att följande argument talar *mot* idén att EMU kommer att vara fördelaktigt:

- Företag kan anpassa sig till växelkursförändringar genom till exempel pris- och faktureringsstrategier. Givet att företag kan prisdiskriminera internationellt och förändra sina prissättningsstrategier som svar på växelkursfluktuationer är det inte självklart att lägre växelkursvolatilitet är fördelaktigt.
- Växelkursosäkerhet är inte oberoende av andra källor till makroekonomisk osäkerhet. Som svar på störningar till den reala ekonomin kan flexibla växelkurser fungera som "automatiska stabilisatorer". Fast växelkurs kan leda till större makroekonomisk osäkerhet.
- Empiriska studier pekar inte på att det finns några starka samband mellan växelkursosäkerhet å ena sidan och sådana fenomen som investeringar, handel och tillväxt å andra sidan.

Följande argument talar *för* EMU.

- Givet de komplicerade sambanden mellan växelkursfluktuationer och företags vinster, finns det anledning att tro att företagen har svårt att säkra sig mot växelkursosäkerhet (och makroekonomisk osäkerhet generellt). Fallstudier och översikter pekar också på att företag inte säkrar fullt ut. Marknadsimperfectioner kan utgöra ett argument för att staten borde "försäkra" företagen genom makroekonomisk politik.
- EMU kan minska osäkerheten om den medför att den makroekonomiska politiken blir mer förutsägbar, till exempel genom mer samordning mellan länder.
- Förändringar i "fasta, men justerbara" växelkurser, såsom de kraftiga minskningarna i värdet av den svenska kronan 1981-82 och 1992-93, har varit förknippade med stora förändringar i relativpriser på varor och produktionsfaktorer och därmed stora svängningar i vinstmarginaler för exportörer och importörer. Penningpolitiken kan ha ökat volatiliteten i företagets vinster jämfört med vad den hade varit under en helt fast eller en helt rörlig växelkurs. Om Sverige står inför valet mellan EMU och att ensidigt upprätthålla en fast växelkurs kan EMU vara att föredra.
- EMU kan leda till en högre grad av marknadsintegration, till exempel genom att minska risken för att protektionistiska påtryckningar stimuleras av växelkursfluktuationer.

Dessutom kommer resurser att frigöras om EMU leder till lägre transaktionskostnader. Men detta är inte direkt relaterat till växelkursosäkerhet och argumentet har inte analyserats i detalj i denna uppsats.

Vi tror inte att det är möjligt att avgöra huruvida argumenten för EMU är starkare än argumenten emot. Tre omständigheter är speciellt tänkvärda. Först och främst beror det på vilka länder som deltar huruvida EMU kommer att minska växelkursosäkerheten eller inte. För Sverige är kronans rörlighet gentemot dollarn inte nödvändigtvis mindre betydelsefull än beroendet av D-marken. Huruvida länderna utanför EMU tillsammans är mer betydelsefulla än länderna inom EMU beror exempelvis på om Storbritannien, Danmark och Finland är innanför eller utanför. För det andra så skiljer sig exponeringen gentemot olika utländska valutor åt mellan olika företag och olika sektorer. EMU kan vara fördelaktigt för en del och skadligt för andra. Eftersom vi inte har någon klar bild av företagets totala ekonomiska exponering, i motsats till transaktionsexponeringen, är en bedömning

av EMUs totala effekt omöjlig att göra. En tredje omständighet som är värd att lyfta fram är att en europeisk monetär union innebär en stor strukturell förändring, vars konsekvenser är svåra att förutsäga med hjälp av historiska erfarenheter från andra penningpolitiska regimer. Koefficienterna som beskriver till exempel graden av växelkursexponering, internationell prisdiskriminering och övervältring av kostnader vid växelkursförändringar är inte "djupa" parametrar som är oberoende av penningpolitisk regim.

Vi avslutar med att kommentera följande citat från "One Market, One Money" (*European Economy*, 1990):

"Vinsten av minskad växelkursvariabilitet, i form av ökade handels- och kapitalrörelser, är svår att mäta eftersom företag i många fall kan säkra sig mot denna risk genom att använda sofistikerade operationer på valutamarknaderna."

Vår översikt leder *också* till slutsatsen att vinsterna är svåra att mäta. Men *inte* därför att företag kan försäkra sig mot valutarisk genom att använda sofistikerade verktyg. Tvärtom, eftersom växelkursosäkerhet är ett så komplext fenomen, så svårt att mäta, så försäkras sig företagen inte mot större delen av sin (långsiktiga) exponering. Företagens svårigheter i detta avseende verkar vara ett argument – det kanske viktigaste – för en penningpolitik som stabiliserar växelkurser.

Referenser

- Adler, M & B Dumas (1984), "Exposure to Currency Risk: Definition and Measurement", *Financial Management*, Summer.
- Adler, M & B Dumas (1983), "International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis", *Journal of Finance* 38.
- Adler, M & P Jorion (1992), "Exchange Rate Exposure", *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance* 1.
- Adolfson, M (1996), "Exchange Rate Pass-Through to Swedish Import Prices", Working Paper Series in Economics and Finance No 123, Handelshögskolan i Stockholm.
- Aizenmann, J (1994), "Monetary and Real Shocks, Productivity Capacity and Exchange Rate Regimes", *Economica* 61.
- Alexius, A & A Vredin (1996), "Pricing-to-Market in Swedish Exports", stencil, Handelshögskolan i Stockholm.
- Arize, A (1995), "The Effects of Exchange-Rate Volatility on U.S. Exports: An Empirical Investigation", *Southern Economic Journal* 62.
- Baldwin, R & P Krugman (1989), "Persistent Trade Effects of Large Exchange Rate Shocks", *Quarterly Journal of Economics* 54.
- Belk, B & M Glaum (1990), "The Management of Foreign Exchange Risk in UK Multinationals: An Empirical Investigation", *Accounting and Business Research* 21.
- Betts, C & M B Devereux (1996), "The Exchange Rate in a Model of Pricing-to-Market", *European Economic Review* 40.
- Brealey, R & S Myers (1991), *Principles of Corporate Finance*, 4e upplagan, McGraw-Hill.
- Caballero, R (1991), "On the Sign of the Investment Uncertainty Relationship", *American Economic Review* 81.
- Campa, J & L Goldberg (1995a), "Investment in Manufacturing, Exchange Rates and External Exposure", *Journal of International Economics* 38.
- Campa, J & L Goldberg (1995b), "Investment, Pass-Through and Exchange Rates: A Cross-Country Comparison", NBER Working Paper No 5139.

- De Grauwe, P & B de Bellefroid (1989), "Long-Run Exchange Rate Variability and International Trade", i Arndt S & J Richardson (red), *Real-Financial Linkages Among Open Economies*, MIT Press, Cambridge.
- Dixit, A (1989), "Hysteresis, Import Penetration, and Exchange Rate Pass-Through", *Quarterly Journal of Economics* 54.
- Dixit, A & R Pindyck (1994), *Investment Under Uncertainty*, Princeton University Press, Princeton.
- Donnenfeld, S & I Zilcha (1991), "Pricing of Exports and Exchange Rate Uncertainty", *International Economic Review* 32.
- Dornbusch, R (1987), "Exchange Rates and Prices", *American Economic Review* 77.
- Dufey, G & S Srinivasalu (1983), "The Case for Corporate Management of Foreign Exchange Risk", *Financial Management* 12.
- Dumas, B (1994), "Short- and Long-Term Hedging for the Corporation", CEPR Discussion Paper No 1083.
- Edin, P-A & A Vredin (1993), "Devaluation Risk in Target Zones: Evidence from the Nordic Countries", *Economic Journal* 103.
- Edison, H & M Melvin (1990), "The Determinants and Implications of the Choice of an Exchange Rate System", i Haraf, W & T Willett (red), *Monetary Policy for a Volatile Global Economy*, American Enterprise Institute.
- Engel, C (1993), "Real Exchange Rates and Relative Prices: An Empirical Investigation", *Journal of Monetary Economics* 32.
- European Economy (1990), *One market, one money*, No 44, Oktober.
- Feenstra, R, J Gagnon & M Knetter (1996), "Market Share and Exchange Rate Pass-Through in World Automobile Trade", *Journal of International Economics* 40.
- Flood, R & A Rose (1995), "Fixing Exchange Rates", NBER Working Paper No 4503.
- Frankel, J & A Rose (1995), "An Empirical Characterization of Nominal Exchange Rates", i Grossman, G & K Rogoff (red), *Handbook of International Economics*, North-Holland, Amsterdam.
- Friberg, R (1996), "On the Role of Pricing Exports in a Third Currency", Working Paper Series in Economics and Finance No 128, Handelshögskolan i Stockholm.
- Friberg, R & A Vredin (1996), "Exchange Rate Uncertainty and the Microeconomic Benefits of EMU", Working Paper Series in Economics and Finance No 129, Handelshögskolan i Stockholm.
- Friedman, M (1953), "The Case for Flexible Exchange Rates", i *Essays in Positive Economics*, Chicago University Press.

- Froot, K & J Frankel (1989), "Forward Discount Bias: Is it an Exchange Risk Premium?", *Quarterly Journal of Economics* 54.
- Froot, K & P Klemperer (1989), "Exchange Rate Pass-Through When Market Share Matters", *American Economic Review* 79.
- Gagnon, J (1993), "Exchange Rate Variability and the Level of International Trade", *Journal of International Economics* 34.
- Giovannini, A (1988), "Exchange Rates and Traded Goods Prices", *Journal of International Economics* 24.
- Gron, A & D Swenson (1996), "Incomplete Exchange-Rate Pass-Through and Imperfect Competition: The Effect of Local Production", *American Economic Review Papers and Proceedings*, maj.
- Goldberg, L & C Kolstad (1994), "Foreign Direct Investment, Exchange Rate Variability and Demand Uncertainty", NBER Working Paper No 4815.
- Gottfries, N (1991), "Devalveringarnas effekter på exportindustrins prissättning och marknadsandelar", i Jonung, L (red), *Devalveringen 1982 – rivstart eller snedtändning*, SNS Förlag, Stockholm.
- Gottfries, N (1994), "Market Shares, Financial Constraints, and Pricing Behavior in the Exports Industry", Seminar Paper No 586, Institutet för internationell ekonomi, Stockhoms universitet.
- Hegbart, F & N Jutterström (1995), "Valutariskhantering – en fallstudie av Cloetta", examensuppsats, Handelshögskolan i Stockholm.
- Jorion, P (1990), "The Exchange Rate Exposure of US Multinationals", *Journal of Business* 63.
- Kasa, K (1992), "Adjustment Costs and Pricing-to-Market; Theory and Evidence", *Journal of International Economics* 32.
- Kim, Y (1992), "Exchange Rate Pass-through", *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance* 1.
- Knetter, M (1989), "Price Discrimination by US and German Exporters", *American Economic Review* 79.
- Knetter, M (1993), "International Comparisons of Pricing-to-Market Behavior", *American Economic Review* 83.
- Krugman, P (1993), "What do We Need to Know About the International Monetary System?", *Essays in International Finance* 190, Princeton University.
- Krugman, P & M Obstfeld (1994), *International Economics. Theory and Policy*, 3e upplagan, Harper Collins.
- Leahy, J & T Whited (1995), "The Effect of Uncertainty on Investment: Some Stylized Facts", NBER Working Paper No 4986.

- Lindberg, H, P Söderlind, & L E O Svensson (1993), "Devaluation Expectations: The Swedish Krona 1985 – 1992", *Economic Journal* 103.
- Ljungqvist, L (1994), "Destabilizing Exchange Rate Speculation: A Counterexample to Milton Friedman", stencil, SUNY, Buffalo.
- Menon, J (1995), "Exchange Rate Pass-Through", *Journal of Economic Surveys* 9.
- Nessén, M (1996), "Exchange Rate Expectations, the Forward Exchange Rate Bias and Risk Premia in Target Zones", *Open Economies Review*, under publicering.
- Obstfeld, M (1995), "International Currency Experience: New Lessons and Lessons Relearned", *Brookings Papers on Economic Activity* 1.
- Obstfeld, M (1996), "Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features", *European Economic Review* 40.
- Obstfeld, M & K Rogoff (1995), "Exchange Rate Dynamics Redux", *Journal of Political Economy* 103.
- Oi, W (1961), "The Desirability of Price Instability under Perfect Competition", *Econometrica* 29.
- Page, S (1977), "Currency of Invoicing in Merchandise Trade", *National Institute Economic Review* 81.
- Sercu, P & R Uppal (1995), *International Financial Markets and the Firm*, South-Western College Publishing, Chapman & Hall.
- Siklos, P & R Tarajos (1996), "Fundamentals and Devaluation Expectations in Target Zones", *Open Economies Review* 7.
- Smith, C & R Stultz (1985), "The Determinants of Firms' Hedging Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20.
- Sveriges Finansanalytikers Förening (1994), *Finansanalytikernas Rekommendationer*, Finansanalytikernas Förening, Stockholm.
- Söderström, U & A Stenfors (1995), "Explaining Devaluation Expectations in the EMS", *Finnish Economic Papers* 8.
- Taylor, M (1995), "The Economics of Exchange Rates", *Journal of Economic Literature* 33.
- Torniainen, A (1992), "Foreign Exchange Risk on Competitive Exposure and Strategic Hedging", doktorsavhandling, The Helsinki School of Economics and Business Administration.
- Van Nieuwenkerk, M (1979), "The Covering of Exchange Risk in the Netherlands' Foreign Trade", *Journal of International Economics* 9.
- Wihlborg, C (1994), "Mikroekonomiska aspekter på en monetär union", bilaga nr 4 till SOU 1994:6, Fritzes, Stockholm.
- Wihlborg, C (1995), "EMU – Economic Substance or Political Symbolism?", *The World Economy* 17.

Statens offentliga utredningar 1996

Kronologisk förteckning

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

Statens offentliga utredningar 1996

Kronologisk förteckning

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

Statens offentliga utredningar 1996

Kronologisk förteckning

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

Statens offentliga utredningar 1996

Kronologisk förteckning

169. Budgetpolitik. En studie av behovsbudgetering i två decentraliserade organisationer. Bilaga III. In.
 169. Konkurrensutsättning inom äldreomsorgen i Stockholms stad. Politisk-demokratiska aspekter. Bilaga IV. In.
 169. Förändringsmodeller och förändringsprocesser i kommuner och landsting. Några empiriska studier. Bilaga V. In.
 170. Fritidsbåten och samhället. K.
 171. Konsekvenserna för CAP av WTO-åtagandena och en östutvidgning. Jo.
 172. Licensavgift – en principskiss. Ju.
 173. När makten gör fel. Den offentliga tjänstemannens ställning och ansvar. Fi.
 174. Handikappinstitutet – för bra hjälpmedel och ökad livskvalitet. S.
 175. Styrning och samverkan. S.
 176. Den lokala radion. Ku.
 177. Egenmakt – att återerövra vardagen. S.
 178. IT och Miljö. En samling goda exempel. K.
 179. Statens uppgiftsinsamling från kommuner och landsting. In.
 180. Bättre grepp om bidragen. Ett samlat system för transfereringar till hushåll. Fi.
-

Statens offentliga utredningar 1996

Systematisk förteckning

Statsrådsberedningen

Möss och människor. Exempel på bra IT-användning bland barn och ungdomar. [32]

Justitiedepartementet

Kriminalunderrättelseregister
DNA-register. [35]
Elektronisk dokumenthantering. [40]
Presumptionsregeln i expropriationslagen. [45]
Förbud mot vapen på allmän plats m.m. [50]
Utvärderat personalval. [66]
Ekobrottsforskning. [84]
Tredimensionell fastighetsindelning. [87]
Kameraövervakning. [88]
Droger i trafiken. [125]
Översyn av förvärvslagen och hyreslagen
Borgen och pant. [148]
Översyn av redovisningslagstiftningen. [157]
Bouppteckningar och arvsskatt. [160]
Licensavgift – en principskiss. [172]

Utrikesdepartementet

Vem bestämmer vad? EU:s interna spelregler inför regeringskonferensen 1996. [4]
Politikområden under lupp. Frågor om EU:s första pelare inför regeringskonferensen 1996. [5]
Ett år med EU. Svenska statstjänstemäns erfarenheter av arbetet i EU. [6]
Av vitalt intresse. EU:s utrikes- och säkerhetspolitik inför regeringskonferensen. [7]
Union för både öst och väst. Politiska, rättsliga och ekonomiska aspekter av EU:s sjätte utvidgning. [15]
Förankring och rättigheter. Om folkomröstningar, utträdesrätt, medborgarskap och mänskliga rättigheter i EU. [16]
Sverige, EU och framtiden. EU 96-kommitténs bedömningar inför regeringskonferensen 1996. [19]
Från Maastricht till Turin. Bakgrund och övriga EU-länders förslag och debatt inför regeringskonferensen 1996. [24]
Demokrati och öppenhet. Om folkvalda parlament och offentlighet i EU. [42]
Jämställdheten i EU. Spelregler och verklighetsbilder. [43]
Europapolitikens kunskapsgrund.
En principdiskussion utifrån EU 96-kommitténs erfarenheter. [59]
Miljö och jordbruk. Om EU:s miljöregler och utvidgningens effekter på den gemensamma jordbrukspolitikerna. [60]

Olika länder – olika takt. Om flexibel integration och förhållandet mellan stora och små stater i EU. [61]

EU:s regeringskonferens – procedurer, aktörer, formalia. Sammanfattning av ett seminarium i april 1996. [76]
EU och Sverige – från Kiruna till Malmö. Sammanfattning av fyra regionala möten 1995-96. [106]
Union utan gränser – konsekvenser, möjligheter, problem. Sammanfattning av ett seminarium i november 1995. [107]

Försvarsdepartementet

Totalförsvarspiktiga m95. Förslag om jobb/studier efter muck, bostadsbidrag, dagpenning, försäkringar. [18]
Statens maritima verksamhet. [41]
Finansieringen av det civila försvaret. [58]
Utvecklad samordning inom det civila försvaret och freds räddningstjänsten. Kartläggning, överväganden och förslag. [86]
Strukturförändring och besparing.
En uppföljning av genomförda förändringar inom försvarsmaktens ledningsorganisation. [96]
Effektivare försvarsfastigheter!
Utvärdering av en reform. [97]
Vem styr försvaret? Utvärdering av effekterna av LEMO-reformen. [98]
Avveckling med inläring. Erfarenheter från LEMO-reformens avveckling av personal. [99]
Iakttagelser och förslag efter omstruktureringen av försvarets ledning och stöd. [123]
De två kulturerna. Rapporter av Klaus Richard Böhme, Bo Huldt, Carl-Einar Stålvant samt Kent Zetterberg. Bilagor med underlagsmaterial till UTFÖR:s slutbetänkande SOU 1996:123. [130]
Extern värdering av hot och förmåga. Bilagor med underlagsmaterial till UTFÖR:s slutbetänkande SOU 1996:123. [131]
Det stora och snabba greppet. Om LEMO-reformens metoder och resultat. Bilagor med underlagsmaterial till UTFÖR:s slutbetänkande SOU 1996:123. [132]

Socialdepartementet

Sveriges medverkan i FN:s familjeår. [37]
Kooperativa möjligheter i storstadsområden. [54]
Försäkringskassan Sverige – Översyn av socialförsäkringens administration. [64]
Rättsspsykiatriskt forskningsregister. [72]

Statens offentliga utredningar 1996

Systematisk förteckning

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

Kommunikationsdepartementet

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

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

Finansdepartementet

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

Utbildningsdepartementet

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

Statens offentliga utredningar 1996

Systematisk förteckning

Det forskningspolitiska landskapet i Norden på 1990-talet. [28]

Forskning och Pengar. [29]

Högskola i Malmö. [36]

Cirkelsamhället. Studiecirkelns betydelser för individ och lokalsamhälle. [47]

Värden i folkhögskolevärlden. [75]

Sammanhållet studiestöd. [90]

TUFF - Teckenspråksutbildning för föräldrar. [102]

Att främja donationer till universitet och högskolor. [105]

Högskolan i Malmö - Slutbetänkande. [120]

Kunskapsyn och samhällsnytta i hantverkscirkel och hantverksutövande. [122]

Folkbildningens institutioner. [127]

Krock eller möte - Om den mångkulturella skolan. [143]

Tre rapporter om studiecirkel. [154]

Folkbildningen - en utvärdering. [159]

Livslångt lärande i arbetslivet - steg på vägen mot ett kunskapsamhälle. Ett diskussionsunderlag. [164]

Lärare för högskola i utveckling. [166]

Gymnasieutbildning för vissa ungdomar med funktionshinder. [167]

Jordbruksdepartementet

Offentlig djurskyddstillsyn. [13]

EU, konsumenterna och maten

- Förväntningar och verklighet. [62]

Administrationen av EU:s jordbrukspolitik i Sverige. [65]

Effekter av EU:s jordbrukspolitik. [136]

Konsekvenserna för CAP av WTO-åtagandena och en östutvidgning. [171]

Arbetsmarknadsdepartementet

Aktiv arbetsmarknadspolitik + expertbilaga. [34]

Grundläggande drag i en ny arbetslöshetsförsäkring - alternativ och förslag. [51]

Sverige, framtiden och mångfalden. [55]

På väg mot egenföretagande. [55]

Vägar in i Sverige. [55]

Hälften vore nog - om kvinnor och män på 90-talets arbetsmarknad. [56]

Medicinska undersökningar i arbetslivet. [63]

Arbetstid

längd, förläggning och inflytande + bilagedel. [145]

En allmän och sammanhållen arbetslöshetsförsäkring. [150]

Kulturdepartementet

Från massmedia till multimedia - att digitalisera svensk television. [25]

Viktigt meddelande.

Radio och TV i Kris och Krig. [80]

Inför ett Svenskt kulturnät - IT och framtiden inom kulturområdet. [110]

Skyddet av kulturmiljön. En översyn av kulturminneslagens bestämmelser om byggnader och kulturmiljöer, prästgårdar, kyrkstäder och ortnamn. [128]

Den lokala radion. [176]

Näringsdepartementet

Kartläggning och analys av den offentliga sektorns upphandling av varor och tjänster med miljöpåverkan. [23]

Shaping Sustainable Homes in an Urbanizing World. Swedish National Report for Habitat II. [48]

Regler för handel med el. [49]

Kompetens och kapital + bilaga. [69]

Samverkan mellan högskolan och näringslivet. [70]

Elberedskapen. Organisation, ansvarsfördelning och finansiering. [78]

Samverkan mellan högskolan och de små och medelstora företagen. [89]

Närings- och handelsdepartementet

Ökad konkurrens i handeln med livsmedel. [144]

Elberedskapen. Författningsfrågor. [149]

Gruvorna och framtiden. [152]

Civildepartementet

Fritid i förändring.

Om kön och fördelning av fritidsresurser. [3]

Forskning för vår vardag. [10]

Attityder och lagstiftning i samverkan + bilagedel. [31]

Konsumentskydd på elmarknaden. [104]

Konsumenterna och miljön. [108]

Bevakad övergång. Åldersgränser för unga upp till 30 år. [111]

Inrikesdepartementet

Lokal demokrati och delaktighet i Sveriges städer och landsbygd. [71]

Den kommunala självstyrelsen och grundlagen. [129]

Kommunalförbund och gemensam nämnd - två former för kommunal samverkan. [137]

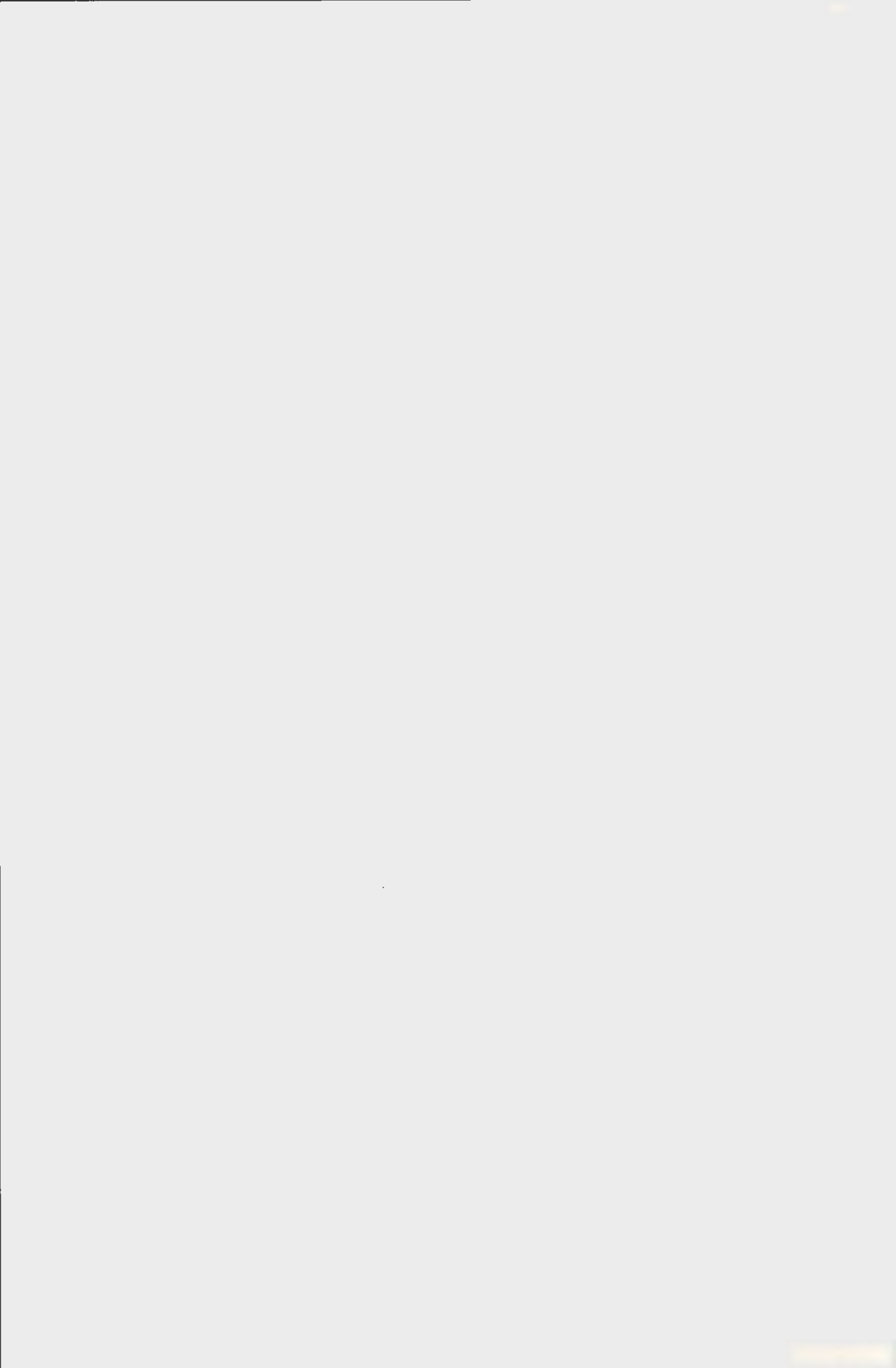
KO:s biträde åt enskilda. [140]

Systematisk förteckning

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

Miljödepartementet

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



FRITZES

POSTADRESS: 10647 STOCKHOLM
FAX 08-690 9191, TELEFON 08-690 9190

ISBN 91-38-20446-0
ISSN 0375-250X