

# Inflationen som skatt\*

"En regering kan klara sig länge på att trycka papperspengar, detta gäller även de tyska och ryska regeringarna. Därmed menas att en regering på detta sätt kan skaffa sig en kontroll över reala resurser, som är lika påtagliga som de den kan uppnå med hjälp av beskattningen. Metoden anses förkastlig, men dess effektivitet till en viss gräns kan inte förnekas. En regering kan klara sig på detta sätt när inget annat alternativ finns tillgängligt. Metoden utgör då form av beskattning som allmänheten har ytterst svårt att undvika och som även den svagaste regering kan genomdriva när den inte kan genomföra något annat".

J. M. Keynes i *A Tract on Monetary Reform*, kap 2

Moderna industristater utnyttjar inflationen på tre olika sätt i syfte att öka statsinkomsterna: för det första genom inkomstskattesystemets konstruktion, för det andra genom värdefallet i den utelöpande sedelstocken och för det tredje genom nedgången i marknadsvärdet på allmänhetens innehav av räntebärande statsobligationer. I den svenska skattedebatten har den förstnämnda metoden intagit en central plats, dvs effekterna av höga marginalskattesatser i kombination med kraftiga nominella löneökningar. Med en stigande pris- och lönenivå har ökningen av inkomsterna kommit att beskattas till starkt progressiva skattesatser uttryckta i nominella termer. En stor del av senare års politiska diskussion har rört olika metoder att undvika denna konsekvens av skattesystemets konstruktion. De olika Haga-uppgörelserna och förslagen att indexreglera skatteskalorna är inslag i denna bild.

När man talar om inflationen i skattesammanhang har man således i regel tänkt på problemet med inkomstskatteskalorna. De bägge andra metoderna för beskattning genom inflation har inte fått någon större uppmärksamhet. Den främsta orsaken till detta är att de inte ger upphov till lika stora och för skatte-

betalarna lika uppenbara inkomstomfördelningar som den ändring i beskattning som inträder under en inflation vid starkt progressiva skatteskalor.<sup>1</sup> Denna artikel diskuterar de två senare aspekterna, dvs inflationen som skatt på sedelinnehav och på statsobligationer i Sverige. Först presenteras begreppet inflation som skatt. Detta begrepp visar sig vara nära knutet till räntebildningen. Följaktligen granskas de faktorer som påverkat den svenska ränteutvecklingen under 1970-talet. Sedan görs olika uppskattningar av inflationsskattens storlek under fyra budgetår under 1970-talet. Därefter analyseras vem som betalar skatten. Riksdagens förhållande till inflationsskatten diskuteras kortfattat. Här finns en form av statlig skatt som riksdagen inte formellt har godkänt. Några effekter på resursallokeringen som inflationsskatten gett upphov till samt vissa faktorer som påverkat inflationsskattens storlek behandlas sedan. Det går att tolka en rad politiska beslut som inslag i en troligen omedveten strävan från statsmakternas sida att bevara och utöka inflationsskattens storlek. Till sist ställs frågan: Vad bör man göra med inflationsskatten?

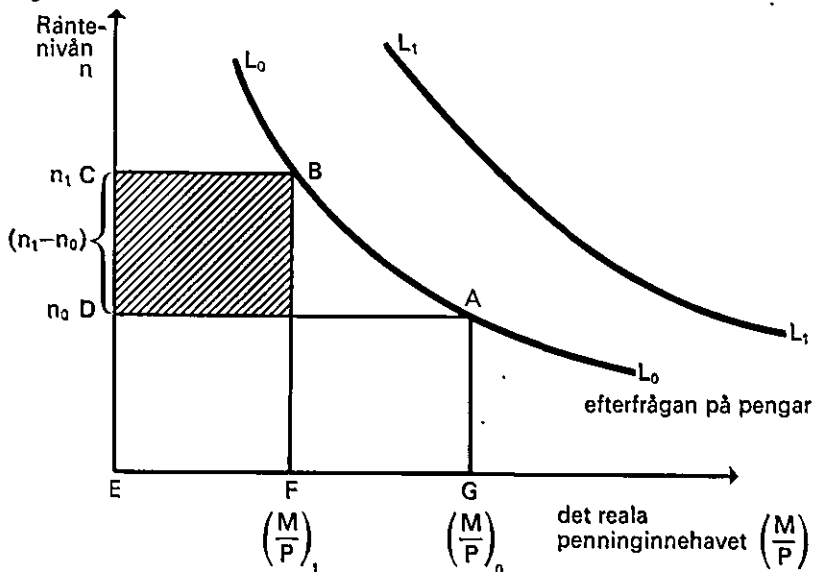
Denna artikel diskuterar således hur förekomsten av inflation omfördelar vissa inkomster och förmögenheter mellan staten och den icke-statliga sektorn i

*LARS JONUNG, Ph D, är verksam vid Nationalekonomiska institutionen vid Lunds universitet. Han arbetar för närvarande med forskningsprojekt rörande inflation och stabiliseringspolitik i den svenska ekonomin.*

\* Författaren vill tacka representanter från Fondbörsen, Riksbanken och Riksgäldskontoret samt Ingemar Hansson, Göran Normann och Ingemar Ståhl för värdefulla synpunkter.

<sup>1</sup> Sambandet nominell progressiv beskattning och inflation har belysts i en rad artiklar i tidigare nummer av Ekonomisk Debatt.

Figur 1.



den svenska ekonomin.<sup>2</sup> Inflationen ger dessutom upphov till stora omfördelningseffekter inom den icke-offentliga sektorn av det svenska samhället, i första hand mellan långgivare och låntagare. Dessa effekter, som är betydande, behandlas inte här.

### Inflationen som skatt på sedlar

Det finns två definitioner på inflations-skatten på sedlar som är av intresse vid en diskussion av svenska förhållanden. Enligt den första definieras inflations-skatten som det värdefall som den utelöpande sedelstocken genomgår vid en allmän prisstegring, där värdefallet framräknas som produkten av inflationstakten och den reala utelöpande sedelmängden. Den reala köpkraften hos allmänhetens sedelinnehav reduceras således genom förekomsten av prisstegringar och denna depreciering får utgöra inflations-skatten. En närmare beskrivning av detta resonemang återfinns i appendix samt i figur 1, där den streckade ytan representerar värdefallet.<sup>3</sup>

Enligt den andra definitionen uppträder riksbanken som låntagare där allmänheten är långgivaren som håller sedlar utan att få någon ränteersättning. Riksbanken kan i sin tur placera det lån som den utelöpande sedelstocken representerar i räntebärande tillgångar som obliga-

tioner m m. Riksbanken får då en intäkt motsvarande ränteavkastningen på sina tillgångar. Genom att styra sedelstockens storlek förutsätts riksbanken bestämma inflationstakten och det nominella ränteläget, där en viss ökning i inflationstakten antages medföra en lika stor ökning i den nominella räntenivån. Riksbanken kan således styra inflations-takten för att uppnå den nominella räntenivå som ger den största intäkten av sedelstocken. Denna definition på inflations-skatten finns också närmare beskriven i appendix och i figur 1.<sup>4</sup>

Detta är en mycket schematisk beskrivning av två definitioner på inflations-skatten på sedlar. Bilden kan göras mer komplicerad bl a genom att man tar

<sup>2</sup> Denna artikel behandlar staten som låntagare i form av sedlar och statsobligationer. Staten uppträder också som långgivare i form av bl a bostadslån och studielån. Denna aspekt av statens verksamhet diskuteras inte här, men den bör tas upp i en mer fullständig analys av inflationens effekter på den svenska inkomst- och förmögenhetsfördelningen.

<sup>3</sup> Framställningen i figur 1 bygger på en artikel av Bailey [1956] vilken är en av "klassikerna" i litteraturen om inflationen som skatt. Samma definition på inflationen som skatt används av bl a Cagan [1956] och Deaver [1970].

<sup>4</sup> Se också Friedman [1970] och Phelps [1973].

hänsyn till hur tillväxten i ekonomin och hur anpassningsprocessen från en inflationstakt till en annan påverkar allmänhetens reala sedelinnehav. I regel antager man att ökningen i nationalinkomsten medför ett större reallt sedelinnehav, dvs efterfrågekurvan i figur 1 förskjuts till höger från  $L_0L_0$  till  $L_1L_1$ . Riksbankens intäkter kommer då automatiskt att öka vid en given inflationstakt när den ekonomiska tillväxten är positiv.

### Skatten på statsobligationer

Den svenska statens obligationer utgör en nominell tillgång som löper med en fast ränta. Under hela efterkrigstiden har prisnivån och räntenivån varit stigande. Detta har medfört att obligationer emitterade till räntesatser som varit lägre än dagens har fallit i värde. Värdefallet har blivit mer betydande ju kraftigare pristegringarna har varit. Statsobligationer som emitterades på 1930-talet till en räntesats kring tre procent står idag att köpa till cirka 50 procent av den ursprungliga emissionskursen. Räntenivån på långa obligationer har samtidigt nått en nivå kring nio procent i mitten av 1970-talet. Genom denna utveckling har det reala värdet av statsskulden kontinuerligt minskat. I denna artikel definieras inflationsskatten på statsobligationer som värdeminskningen på den utelöpande stocken av statsobligationer orsakad av den nominella ränteökning som inflationen gett upphov till.

### Den svenska räntebildningen

Presentationen här ovan av begreppet inflationsskatt bygger på argumentet att en stigande prisnivå leder till en stigande nominell räntenivå. Denna teori brukar sammanfattas i följande uttryck som först formulerades av den amerikanska ekonomen Irving Fisher.

$$(1) \quad n = r + p^*$$

där  $n$  är den nominella räntenivån,  $r$  den reala räntenivån och  $p^*$  är den förväntade inflationen. När långivarna väntar sig en stigande prisnivå söker de en kompensation i form av en inflationspremie. De kommer således att kräva av låntagarna en högre nominell ränta än

vad som skulle varit fallet om prisnivån varit stabil.

En rad empiriska undersökningar rörande det långsiktiga sambandet mellan nominella räntor och priser i USA ger ett visst stöd åt Fishers hypotes. Det finns emellertid fenomen som gör att Fishers samband inte direkt kan användas för att förklara den svenska ränteutvecklingen, för det första skattesystemets konstruktion och för det andra lågräntepolitiken. Förekomsten av kraftiga marginalsatser på ränteintäkter gör att långivarna söker kompensera sig.<sup>5</sup> Man bör således vänta sig att en ökad progression i beskattningen av ränteinkomster bidrar till en stigande nominell räntenivå.<sup>6</sup>

Under efterkrigstiden har staten — riksbanken drivit en lågräntepolitik, betingad främst av bostadspolitiska önskemål, som syftat till att skapa en räntenivå som ligger under det ränteläge som skulle uppkommit om en jämviktsprusbildning på kreditmarknaden hade tillåtits. Myndigheterna har sökt och lyckats hålla nere ränteuppgången bl a genom en rad olika kontroller såsom valutakontrollen och emissionskontrollen samt genom hot att använda olika kreditpolitiska beredskapslagar. Resultatet har blivit en mycket allvarlig begränsning av den svenska kapitalmarknaden. Lågräntepolitiken har dock inte förhindrat en stigande trend i räntenivån i Sverige sedan 1950-talets början. Den uppgång det vore rimligt att vänta sig på grund av den långsiktiga inflationen och av den ökade beskattningen på ränteinkomster förefaller ha blivit starkt begränsad genom riksbankens lågränte-

<sup>5</sup> Om vi antar att den genomsnittliga skatten på ränteinkomster är  $t$  procent och att långivarna vill ha en oförändrad real ränta får sambandet (1) skrivas som:

$$(2) \quad n = \frac{r}{(1-t)} + \frac{p^*}{(1-t)}$$

Om vi låter skattesatsen vara 50 procent på ränteinkomsten, vilket för närvarande är realistiskt att räkna med i Sverige, kommer en höjning av den förväntade inflationstakten leda till en uppgång av den nominella räntenivån med det dubbla enligt uttryck (1).

<sup>6</sup> För en beskrivning av sambandet beskattning — nominell — real ränta se SOU 1964: 2, del II, s 217—224 och 427—428 och Darby [1975].

Tabell 1. Sambandet nominell—real ränta 1972—76. Procent.

	1972	1973	1974	1975	1976 (prognos)
Bankinlåningsränta	4,8	4,8	5,9	6,3	6,0
Marginalskattesats	50	50	50	50	50
Inflationstakten	5,9	6,7	10,1	9,8	9,5
Real ränta efter skatt och inflation	-3,5	-4,3	-7,1	-6,6	-6,5

*Källa:* Allmän månadsstatistik. Årsgenomsnitt av månadsvärden. Bankinlåningsräntan gäller kapitalsamlings- och kapitalsparräkning. Inflationstakten är mätt genom ändringar i konsumentprisindex.

*Kommentar:* De avdrag beträffande ränteinkomster som kan göras i deklarationen är inte medtaget i ovanstående tabell. De relevanta marginalskattesatserna har ökat under åren 1972—76. Troligtvis har tabellen därför underskattat nedgången i realräntan under senare år.

politik.<sup>7</sup> Den svenska kapitalmarknaden karakteriseras således av ett tillstånd av "suppressed inflation" (undertryckt inflation).<sup>8</sup> Lågräntepolitiken och skattepolitiken har dessutom gett upphov till en uppsplittrad kreditmarknad, där räntenivån på de olika delmarknaderna kan skilja sig markant åt. Detta har fått till följd att det är svårt att finna en enda representativ räntesats för den svenska kreditmarknaden.

Diskussionen kring de faktorer som påverkat den svenska räntebildningen är belyst i tabell 1, som visar den reala räntan efter skatt på bankinlåning under åren 1972—1975. Genom den stigande inflationstakten har avkastningen på bankinlåning minskat markant. Under alla år var den negativ. Den var som lägst under 1974, då den nådde en nivå på -7,1 procent.<sup>9</sup> Fisher antog i sina beräkningar att realräntan förblev konstant och följaktligen att prisförväntningarna helt återspeglades i den nominella räntenivån. Hans antagande är, som framgår av tabell 1, orealistiskt i Sverige — här är den reala räntan en rörlig variabel, snarast med karaktären av en residual, som bestäms ex post av marginalskattesatserna, av den inträffade ändringen i prisnivån och av den av riksbanken kontrollerade nominella räntenivån.

Den nominella räntenivån bestäms således av bland annat skattesatserna, olika kreditpolitiska regleringar och av inflationsutvecklingen. Det är emellertid utomordentligt svårt att empiriskt beräkna det enskilda inflytandet från var och en av dessa tre bestämningsfaktorer.<sup>10</sup> Det

förefaller rimligt att de kreditpolitiska kontrollerna utövat en stark påverkan på den nominella räntenivån. I annat fall är det svårt att förklara förekomsten av negativa realräntor under en så lång tid som varit fallet i Sverige.

### Inflationsskattens storlek

De olika definitionerna här av inflations-skatten förutsätter fungerande kapitalmarknader med en fri räntebildning. I Sverige har emellertid en sådan kapitalmarknad inte funnits. Detta medför betydande svårigheter när man söker beräkna skattens storlek. Det är dock möjligt att göra vissa enkla försök till skattning.

Den svenska inflations-skatten består av två delar; dels av skatten på icke-räntebärande, dels av skatten på räntebärande nominella tillgångar som staten ger ut. Beräkningarna här nedan, som

<sup>7</sup> En beskrivning av lågräntepolitiken och dess konsekvenser finns bl a i Jonung [1974].

<sup>8</sup> Sjaastad [1974] ger en bild av effekterna av "undertryckt inflation" på de latinamerikanska kapitalmarknaderna som har åtskilliga paralleller med den svenska kapitalmarknaden.

<sup>9</sup> Inkomsttagare har möjlighet att i taxeringen göra vissa schablonavdrag från sina ränteinkomster. Dessa har ignorerats i tabell 1. Det är dock värt att notera att förekomsten av avdraget inte hindrar bankspararen att få en negativ realränta så länge som inflationstakten överskrider den nominella räntenivån.

<sup>10</sup> En mer fullständig beskrivning får uppmärksamma det utländska inflytandet på den svenska räntebildningen.

Tabell 2. Inflationsskatten på sedlar under budgetåren 1972—73 till 1975—76. Miljoner kronor.

Budgetåret	Inflationsskattens storlek i löpande priser	Inflationsskattens storlek i priser från juni 1976
1972—73	913	1 218
1973—74	1 194	1 470
1974—75	1 704	1 897
1975—76	2 096	2 096
Summa	5 907	6 681

Källa: Allmän månadsstatistik

Kommentar: Inflationsskatten är beräknad som produkten av ökningen i konsumentprisindex från juni till juni nästföljande år och den genomsnittliga sedelstocken under samma period.

först behandlar de icke-räntebärande och sedan de räntebärande skuldbevisen, söker uppskatta inflationsskattens storlek under fyra budgetår: 1972—73, 1973—74, 1974—75 och 1975—76.

### Skatten på sedlar

Som framgick tidigare finns det två metoder för att beräkna inkomsterna från det statliga sedelmonopolet under inflation: 1) multiplicera den utelöpande sedelstocken med den gällande inflationstakten — då får man en uppskattning av sedelmängdens depreciering. 2) beräkna ränteinkomsten på det skattefria lån som staten har utestående i form av sedlar. Diskussion kring den svenska räntebildningen visade att den nominella räntenivån i Sverige inte återspeglar den faktiska inflationsutvecklingen på grund av skatteregler och penningpolitiska kontroller av räntan. Antagandet om ett Fisher-samband av ovan angiven form, som ligger bakom resonemanget kring figur 1, är således orealistiskt. Om man då använder sig av den andra metoden för att beräkna statens inkomster från sedelutgivning kommer man inte fullständigt att få med den depreciering som inflationen har skapat. Denna värdesänkningseffekt har med all sannolikhet också varit betydande på grund av de senaste årens kraftiga inflation. Av detta skäl beräknas inflationsskatten på sedlar enligt den första metoden, dvs som värdefallet på den utelöpande sedelstocken.

Inflationsskatten på sedelstocken enligt metod 1 är framräknad i tabell 2 genom att den genomsnittliga sedelvoly-men under året (skattebasen) har multiplicerats med de samtida prisstegring-

arna (skattesatsen). Inflationstakten har mätts av ökningen i konsumentprisindex under tiden siste juni till siste juni nästföljande år. Tabellen visar att inflationsskatten på sedlar har varit stigande i både löpande och fasta priser under åren 1972—1976. Skattebeloppet har mer än fördubblats i löpande priser inom loppet av fyra år. Denna utveckling är orsakad av ökningen i sedelvoly-men och av den snabbare inflationstakten på mitten av 1970-talet. Prinsnivån steg med över elva procent under budgetåret 75—76 jämfört med enbart sju procent under 72—73. Värdesänkningen på sedlar nådde sitt största belopp under budgetåret 1975—76 med över 2 000 miljoner kronor, motsvarande en värdesänkning med ungefär 250 kronor per svensk.

Statens inkomster genom inflations-skatten på sedlar representerar ett betydande belopp jämfört med övriga skatteinkomster. I tabell 3 har inflations-skatten på sedlar satts i relation till statens totala inkomster av skatt under budgetåren 1972—73 till 1975—76<sup>11</sup>. Av tabellen framgår att inflationsskatten på sedlar kontinuerligt har ökat jämfört med statens intäkter av alla andra skatter. En granskning av storleken på intäkterna för de enskilda formerna av skatter i driftsbudgeten visar att inflationsskatten bör placeras bland de mer intäktsbringande skatterna. Det finns ungefär sju slags skatter bland cirka 25 som ger en större inkomst än skatten på sedelutgivningen.

De senaste årens livliga skattedebatt

<sup>11</sup> Siffrorna för skatteinkomsterna för åren 1972—73 och 1973—74 gäller "enligt räkenskaperna" och för de övriga åren "enligt riksstaten". Se tabell 1 i Riksgäldskontorets Årsbok.

**Tabell 3.** Inflationsskatten på sedlar i förhållande till statens totala inkomster av skatter. Procent.

Budgetår	Procent
1972—73	1,9
1973—74	2,2
1974—75	2,7
1975—76	2,8

*Kommentarer:* Statens totala inkomster av skatter är hämtade från tabell 1 i *Riksgäldskontorets Årsbok*.

har rört sig kring den skatteökning som inkomstskattesystemets progressivitet har gett upphov till under 1970-talets inflation. Hur förhåller sig då denna ökning av inkomstskatten till den inflationsskatt på sedlar som är framräknad i *tabell 2*? Svaret ges i *tabell 4*, som visar att värdefallet på sedlar är ungefär hälften så stort som den förstnämnda effekten. Deprecieringen av sedlarna, som knappast uppmärksammats, är således av en betydande storlek jämfört med de skatteeffekter som blivit välkända från debatten.<sup>12</sup>

En rad undersökningar visar att allmänheten minskar sitt reala penninginnehav under perioder med mycket snabba prisstegringar, dvs penningmängden dividerad med prisnivån sjunker.<sup>13</sup> Detta motsvaras av en förflyttning från punkt A till punkt B i *figur 1*. Det är värt att notera att den svenska sedelstocken ökat mera än priserna från juni 1972 till juni 1976 — siffrorna pekar på 58 procents tillväxt för sedelvolymen jämfört med 43 procent för konsumentprisnivån. Detta innebär följaktligen att allmänheten har ökat sitt reala sedelinnehav. Inflationstakten har inte varit så stor att en reduktion inträffat. I stället har andra faktorer dominerat som ökat den reala efterfrågan på sedlar.<sup>14</sup>

Riksbankens utelöpande sedelstock utgör den helt dominerande delen av de icke-räntebärande nominella skuldbevis som staten ger ut. Det finns två andra typer av sådana fordringar på staten som bör nämnas i detta sammanhang, nämligen affärsbankernas girotillgodohavande i riksbanken frånräknat de medel som utgör obligatoriska kassakvotmedel och volymen utelöpande mynt.<sup>15</sup> Girobehållningen är emellertid försvinnande liten. Affärsbankernas kostnader för den kan för övrigt betraktas som en avgift ban-

kerna betalar till riksbanken för deltagandet i clearing och för det stöd som riksbanken ger banksystemet. Myntomloppet är också litet i förhållande till sedelomloppet. Om inflationsskatten på myntomloppet beräknas på samma sätt som sedelskatten finner man att myntskatten utgjorde i genomsnitt något under sex procent av sedelskatten under budgetåren 1972—1976 i *tabell 2*.

### Skatten på statsobligationer

Kurserna på de statsobligationer som emitterades för ett tiotal år sedan har sjunkit under parivärdet. Enligt avsnittet rörande den svenska räntebildningen är det emellertid svårt att få fram hur inflationsutvecklingen har påverkat kurserna på statsobligationerna. Ränte- och kontrollpolitiken har haft ett starkt inflytande på kursutvecklingen och på placeringen av den svenska statsskulden. Placeringsreglernas konstruktion har garanterat ett tvångsköp av statsobligationer, där köparna antagligen direkt registrerar det förväntade värdefallet.

<sup>12</sup> Om värdefallet på de utelöpande statsobligationerna dessutom läggs till deprecieringen av sedelmängden har dessa bägge effekter under vissa år troligen överstigit progressivitetseffekten i inkomstskattesystemet — se *tabell 5*.

<sup>13</sup> Se t ex Cagan [1956].

<sup>14</sup> Bland dessa faktorer bör ökningen i nationalinkomsten nämnas, som sannolikt har medfört förskjutningar av efterfrågekurvan i *figur 1*. Vidare är det möjligt att sedelinnehavet har blivit mer attraktivt som en följd av de kraftigt stigande skattesatserna, dels som ett passande betalningsmedel i "svarta" affärer, dels som värdebevarare som ersättning för bankinlåningen vilken skattemyndigheterna lättare kan kontrollera.

<sup>15</sup> Summan av utelöpande sedlar och av affärsbankernas giro i riksbanken utgör en definition på den monetära basen. Jämför med fotnot 19.

**Tabell 4.** Ökningen i intäkterna av inkomstskatten orsakad av progressiviteten i inkomstbeskattningen i kombination med inflationstakten. Kolumn (1). Värdeökningen på den utelöpande sedelstocken. Kolumn (2). Miljoner kronor. Uppskattade belopp kalenderåren 1974—1976.

	(1)	(2)	(2) i procent av (1)
1974	2 668	1 544	58 %
1975	3 416	1 694	50 %
1976	3 971	1 872	47 %

*Kommentarer:* Beloppen i tabellen är beräknade på följande sätt. Kolumn (1). Först har skatteelasticiteten framräknats genom att makromarginalskattesatsen har dividerats med den genomsnittliga skatten för respektive år. För att uppskatta den genuina progressivitetseffekten har den del av skatteelasticiteten som är större än ett multiplicerats med skatobeloppet och inflationstakten för att få fram ovanstående siffror, som således anger hur skatteintäkterna skulle ha ökat utöver den med inflationen proportionella ökningen av intäkterna.

Kolumn (2) är framräknad som den genomsnittliga sedelstocken på månadsbasis multiplicerad med inflationstakten under respektive år. Värdena för skatteintäkterna för 1975 och 1976 är prognosvärden liksom den genomsnittliga sedelstocken och inflationstakten för 1976.

Fil dr Göran Normann vid Industriens Utredningsinstitut har tagit fram statistik och medverkat vid beräkningen av ovanstående tabell.

Beräkningarna i *tabell 4* ger en viss belysning av ändringarna i värdet på svenska statens utelöpande obligationer under budgetåren 1972—73 till 1975—76. Man måste dock hålla i minnet att dessa fluktuationer är inte enbart en reflektion av inflationsutvecklingen utan av alla de faktorer som påverkat obligationsmarknaden. Tabellen har tillkommit på följande vis. Ändringen i köpkursen för de enskilda obligationslånen från den sista fondbörsdagen i juni till samma dag ett år senare har multiplicerats med det totala utestående lånet i slutet av budgetåret. Eftersom volymen uteliggande statsobligationer är praktiskt taget konstant under lånens löptid, så får man en god uppfattning av storleken på värdeförändringen på statsskulden under budgetåret. De obligationslån som emitterats eller amorterats under budgetåret har inte medtagits i beräkningarna av *tabell 5*.

Som framgår av tabellen har den utelöpande stocken av statsobligationer sjunkit i värde under åren 1972—1976. Den långsiktiga trenden är klar. Så har till exempel noteringen för 1973 års treprocentiga lån fallit från 53,5 procent från juni 1972 till 43 procent i juni 1976. Det finns emellertid stora skillnader i utvecklingen från år till år.

Beräkningarna i *tabell 5* måste omges med vissa reservationer. Tabellen bygger på köpkurser som anslagits på Stockholms fondbörs. Dessa är emellertid re-

gel inga priser som registrerats vid faktiska avslut, som till exempel kurserna på aktiebörsen, utan är kursnoteringar som gjorts upp av representanter från några större affärsbanker. Kurserna bygger på affärsbankernas bedömningar rörande den kommande ränteutvecklingen och är sedan framräknade med hjälp av räntetabeller. Köpkursnoteringarna är mycket sällan faktiska marknadspriser eftersom praktiskt taget ingen handel med räntebärande statsobligationer äger rum. Fondbörsutredningen har pekat på den begränsade obligationsmarknaden på Stockholms fondbörs. Enligt utredningen omsattes under 1972 0,17 promille av totalt ett marknadsvärde på 52 miljardar i räntebärande statsobligationer.<sup>16</sup> Klarare kan knappast avsaknaden av en svensk kapitalmarknad illustreras.<sup>17</sup>

<sup>16</sup> Se bilaga 2 SOU 1973: 60.

<sup>17</sup> Fondbörsutredningen fastslår att det "inte föreligger någon börsmässig marknad i räntebärande obligationer här i landet". [SOU 1973: 60 s 153.] Däremot har det uppkommit en mycket livlig handel i premieobligationer på senare år. Denna placeringsform har på grund av (1) skattebehandlingen av premieobligationer (endast 20 procent av vinsten beskattas) och (2) av den låga räntan på långa obligationer blivit allt attraktivare för allmänheten. Förenklat uttryckt har riksgäldskontoret drivit en politik som låtit premieobligationerna ersätta långa statsobligationer i allmänhetens förmögenhetsinnehav.

**Tabell 5.** Ändringen i marknadsvärdet på de räntebärande statsobligationerna under budgetåren 1972—73 till 1975—76. Miljoner kronor.

Budgetåret	Värdeändringen i löpande priser	Värdeändringen i priser från juni 1976
1972—73	+ 11	+ 15
1973—74	- 486	- 599
1974—75	- 1 181	- 1 315
1975—76	+ 555	+ 555
Summa	- 1 101	- 1 344

*Kommentarer:* Värdeändringen för varje obligationsår är uträknad som skillnaden i köpkurs mellan den sista fondbörsdagen i juni och den sista fondbörsdagen i juni nästföljande år multiplicerad med det nominella värdet av det utestående obligationslånet såsom det anges i *Den Svenska Statsskulden*. Värdeändringarna för de enskilda obligationslånen har sedan summerats för hela obligationsstocken. Räntebärande obligationer som emitterats eller inlösts under budgetåret är inte medtagna i dessa beräkningar. I regel skiljer sig inte marknadsnoteringen för nyemitterade lån nämnvärt från emissionskursen. Vidare ligger köpkursen för lån som inlösts under budgetåret mycket nära parvärdet. Följaktligen påverkas resultatet i *tabell 2* inte genom denna utslutning. Det positiva värdet för 1972—73 och 1975—76 anger att marknadsvärdet av den utelöpande stocken av statsobligationer steg under detta budgetår.

*Tabell 5* beskriver förändringarna i värdet på den totala stocken räntelöpande statsobligationer. För att få en uppfattning av vad staten "vinner" eller "förlorar" på sin obligationsskuld genom fluktuationer i räntan måste statens eget statsobligationsinnehav dras från siffrorna i tabellen. Det finns ingen exakt statistik över hur mycket statsobligationer som den statliga sektorn håller. Riksgäldskontoret publicerar en skattning på hur statsskulden är placerad den siste december varje år. Enligt denna ägs cirka 22 procent av stocken räntelöpande statsobligationer av ekonomiska enheter som bör klassificeras som statliga.<sup>18</sup> Dessa består av riksbanken och "övriga statliga myndigheter och fonder". AP-fonden har således inte inräknats i den statliga sektorn. Följaktligen bör siffrorna i *tabell 5* reduceras till 78 procent av sin ursprungliga nivå för att beskriva den omfördelning i värdet av statsobligationerna som ägt rum mellan staten och övriga delar av samhället under 1972—1976.

En jämförelse mellan *tabell 2* och *tabell 5*, när värdena i den sistnämnda tabellen har reducerats med 22 procent, visar att värdefallet på den utelöpande sedelstocken är klart större än värdeminskningen på den utelöpande stocken av statsobligationer. Det är således i första hand genom riksbankens sedelemission som inflationen har bidragit till att minska det reala värdet av statens nominella skuldbevis.

De räntebärande statsobligationerna utgör den största komponenten av den svenska statsskulden. Det finns en rad andra former av statliga skuldbevis såsom premieobligationslån, statsskuld förbindelser, sparobligationslån och skattkammarväxlar. Det reala värdet av dessa påverkas också av inflationstakten. De har emellertid utslutits ur *tabell 5* av olika anledningar. Kurssättningen på premieobligationer domineras så av skattesystemets utformning att det är svårt att isolera den värdeförändring som beror på ändringar i inflationstakt och räntenivå. De kortfristiga statsskuldena är inte intressanta i detta sammanhang eftersom de knappast påverkas av ränteändringar under sin begränsade löptid. Det finns därför anledning att inrikta beräkningarna på de räntelöpande långa statsobligationerna och bortse från övriga statliga skuldbevis.

### Vem betalar inflationsskatten?

Värdefallet på sedlar och statsobligationer minskar köpkraften hos dem som

<sup>18</sup> Denna siffra är ett genomsnitt av riksbankens och övriga statliga myndigheters och fonders innehav av räntebärande obligationer i slutet av åren 1972—1975. Den statliga sektorns andel uppvisar mycket små variationer från år till år enligt riksgäldskontorets statistik. Den okända posten i detta sammanhang är riksbankens innehav av statsobligationer som riksbanken inte lämnar ut. Några vägande skäl för denna vägran finns inte.



**Tabell 6.** Placeringen av räntelöpande statsobligationer den 31 december 1975. Miljoner kronor och procent.

	Miljoner kronor	Procent
1. Riksbanken och övriga statliga myndigheter och fonder	9 958	22
2. Försäkringsanstalter	6 068	14
3. Allmänna pensionsfonder	12 151	27
4. Affärsbanker	13 455	30
5. Sparbanker och övriga kreditinrättningar	1 608	4
6. Enskilda personer	42	0
7. Övrigt	1 260	3
Summa:	44 542	100

*Källa:* "Statsskuldens placering den 31 december 1975". Riksgäldskontoret.

håller sådana tillgångar. Det finns ingen exakt bild över sedelinnehavets fördelning i Sverige mellan olika inkomstgrupper och företag. Rent allmänt kan man därför bara säga att skatten på sedlar betalas av de som innehar sedlar. De verksamheter som är mest sedelintensiva drabbas således hårdast av inflationsskatten, i första hand torde detta gälla detaljhandeln och bankväsendet.

Det är däremot enklare att studera de ekonomiska enheter som innehar räntebärande statsobligationer. *Tabell 6*, som beskriver hur volymen statsobligationer är fördelad inom Sverige, anger vilka ekonomiska enheter som direkt påverkas av förändringar i värdet på statsobligationer. Det är slående att svenska privatpersoner äger praktiskt taget inga statsobligationer. Detta är en bild i skarp kontrast till tidigare perioder, när ett sparande i form av obligationer var utbrett bland allmänheten.

Orsaken till att allmänheten inte längre köper räntebärande statsobligationer är enkel. Man vill undvika värdeminskningar på obligationer vars räntesättning erfarenhetsmässigt inte har följt inflationstakten och ökningen i beskattningen i tillräcklig utsträckning. Eftersom staten som ett inslag i den allmänna lågräntepolitiken inte har anpassat räntan på sina obligationer till inflationen och skatteändringar, har staten i stället strävat att placera statsskulden på andra håll. Här har man använt sig av metoder som likviditetskvoter och placeringsregler. Affärsbankerna, försäkringsinstituten och AP-fonderna har tvingats att bli de främsta köparna av statsobligationer som framgår av *tabell 6*. Det är följaktligen

också dessa tre enheter som i första hand påverkas av förändringarna i värdet på statsobligationerna.

Den låga obligationsräntan har med tiden kommit att utgöra ett allvarligt problem för bland annat försäkringsanstalterna. Ersättningen till försäkringstagarna måste anpassas till det fallande penningvärdet medan intäkterna på obligationsinnehavet inte följer ökningen i prisnivån. Utgifterna är med andra ord indexreglerade medan intäkterna inte är indexreglerade.

## Riksdagen och inflationsskatten

Riksdagen fattar som regel alla beslut rörande de statliga skattesatserna. Inflationsskatten utgör dock ett undantag. Här finns inget formellt godkännande från riksdagens sida. Någon redovisning över inkomsterna av inflationsskatten finns inte heller trots att skattebeloppet är betydande enligt de beräkningar som presenterats här. Den främsta anledningen till detta är att inflationsskatten inte ger en synlig ström av inkomster som direkt flyter in i statskassan. En annan anledning kan vara att politiker inte vill erkänna öppet existensen av inflationsskatten.

Man kan emellertid säga att riksdagen indirekt bestämmer inflationsskattens storlek som ett resultat av beslut rörande stabiliseringspolitiken och penningpolitiken. En expansiv penningpolitik medför i regel också en snabbare inflationstakt och därmed en större inflationsskatt. Ändringar i räntenivån, som blivit ett politiskt fastställt pris i Sverige, har också en direkt effekt på marknadsvärdet av

statsskulden. Riksdagen hade tidigare en potentiellt sett mycket stark restriktion på inflationsskattens storlek genom sin kontroll över sedelutgivningsrätten, dvs riksdagen bestämde fram till och med 1974 det maximibelopp som riksbankens sedelstock kunde tillåtas att nå. Genom att fastställa maximibeloppet hade riksdagen två vägar att påverka inflations-skatten. För det första utgör volymen utelöpande sedlar skattebasen för skatten. För det andra är sedelstocken huvudkomponenten i den monetära basen för den svenska penningmängden. På sikt kan inte penningmängden öka utan att sedelstocken också expanderar. Om riksdagen lägger en effektiv restriktion på sedelvolymen så begränsas också utrymmet för den monetära expansion, som har varit en nödvändig förutsättning för den svenska inflationen.<sup>19</sup>

Maximibeloppet för sedelutgivningen har inte visat sig vara en effektiv restriktion på tillväxten i sedelstocken. Istället har riksdagen på riksbankens tillrådan kontinuerligt justerat upp det när expansionen i sedelvolymen närmat sig maximibeloppet. Dessa höjningar av sedeltaket blev ständigt större under efterkrigstiden som en återspeglning av inflationsutvecklingen. Under första hälften av 1950-talet varierade de årliga höjningarna i sedelutgivningsrätten mellan 300 och 600 miljoner kronor. Under de första åren av 1970-talet låg motsvarande siffror mellan 500 och 1 000 miljoner kronor.

Med början 1975 tillämpas den nya riksbankslagens bestämmelser för sedelutgivning där sedelutgivningsrätten har ersatts med sedelteckningsbestämmelser som ger riskbanken ett större utrymme för sedelutgivningen. Följaktligen har behovet av årliga justeringar av sedeltaket eliminerats. Därmed försvann också riksdagens formella möjlighet att begränsa tillväxten i sedelmängden och inflations-takten.<sup>20</sup>

## Några effekter av inflations-skatten

Värdefallet på sedlar och statsobligationer har en rad effekter på resursallokeringen. Inflationens påverkan på allmänhetens önskade reala sedelinnehav illu-

streras i *figur 1* som förflyttningen från punkten A till punkten B, dvs allmänheten minskar sin behållning av sedlar i reala termer. Denna förändring brukar analyseras som en välfärdsförlust för samhället där ytan under segmentet A—B representerar välfärdsförlusten, som består bland annat av att allmänheten har börjat utnyttja mer resurskrävande transaktionsformer än sedlar. I extremfallet övergår man helt till direkt byte.

Denna effekt har troligen inte haft någon signifikant betydelse i Sverige. Den svenska inflationstakten har inte drivit fram en övergång till andra betalningsmedel än sedlar, såsom varit fallet under perioder med mycket starka prisstegringar i en rad länder. Som framgått tidigare har allmänheten istället ökat sitt reala sedelinnehav.

Den kanske allvarligaste allokeringpolitiska aspekten på värdefallet på statsobligationer rör den svenska kapitalmarknadens funktioner. Eftersom staten inte har tillåtit räntenivån att stiga i takt med inflationen under efterkrigstiden, har detta fått till följd att räntebärande obligationer förlorat sitt intresse som placeringsobjekt för allmänheten, vilket framgår av *tabell 6*. De ekonomisk-politiska myndigheterna har valt att söka tvinga fram en efterfrågan på statsobligationer genom olika regleringar, såsom likviditetskvoterna och placeringsplikter-

<sup>19</sup> För en diskussion av sambandet monetär bas, monetär expansion och inflation mot bakgrund av den svenska prisnivåns förändringar se Jonung [1976].

<sup>20</sup> Detta var i och för sig en lämplig reform eftersom maximibeloppet inte längre fyllde någon maximipolitisk roll. Riksbanken har för övrigt brutit genom det maximalt tillåtna sedeltaket en gång under efterkrigstiden men detta väckte begränsat intresse. Inga särskilda uppmärksamhet. Inför hotet av en strejk i riksbanken i juni 1973, lagrade affärsbankerna sedlar. Resultatet blev att maximibeloppet överskreds med 115 miljoner kronor fredagen den 15 juni. En vecka senare, då det stod klart att någon strejk inte skulle äga rum, hade den utelöpande sedelstocken minskat med 1,3 miljarder kronor. Händelsen passerade helt obemärkt. Reaktionerna skulle med all sannolikhet ha varit annorlunda om något liknande hade inträffat under tidigare perioder i riksbankens historia, då sedelutgivningsrätten utgjorde en högst reell begränsning på det penningpolitiska handlingsutrymmet.

na, vilka utgör metoder att tvinga affärsbankerna och försäkringsinstituten att köpa en större obligationsstock än de annars önskar vid rådande räntenivå. Emissionskontrollen måste också nämnas här. Den fyller funktionen att hålla nere obligationsräntan samt kontrollera övriga villkor vid obligationsemissioner.

I detta sammanhang bör man se AP-fonden som en metod att garantera de stora låntagarna i det svenska samhället, staten, industrin och bostadssektorn, en låg finansieringskostnad. Genom lågräntepolitiken och de regleringar av kapitalmarknaden som följt denna har myndigheterna förhindrat den svenska kapitalmarknaden att fungera som ett effektivt allokeringssinstrument. De vinster staten gör genom värdesänkningar på sina statsobligationer och genom emissionsräntor som ligger under de jämviktsräntor, som skulle funnits på en oreglerad kapitalmarknad, måste emellertid vägas mot de kostnader som bortfallet av en effektivt fungerande kapitalmarknad utgör.

De flesta regleringar som införts på den svenska penning- och kapitalmarknaden har haft sidoeffekter som påverkat storleken på inkomsterna av inflations-skatten. Myndigheterna har i korthet strävat efter dels att begränsa förekomsten av närliggande substitut till riksbanksedlar och statsobligationer och dels att tvinga olika ekonomiska enheter att hålla obligationer. På dessa vägar har man kunnat hålla uppe efterfrågan på de två typerna av statliga skuldbevis och därmed garanterat en hög inflations-skatt. För det första, placering i utländska pengar och i utländska obligationer, som historiskt sett utgjort ett mycket närliggande substitut till svenska pengar och obligationer, har försvunnit genom valutakontrollen. Därmed har också efterfrågan på riksbanksedlar och statsobligationer blivit större, ceteris paribus. För det andra, raden av regleringar av den svenska kapitalmarknaden samt tillkomsten av AP-fonder har inneburit att efterfrågan på statsobligationer upprätthållits även när räntesatserna satts under den räntenivå som skulle gett jämvikt på obligationsmarknaden. Vidare har lågräntepolitiken inneburit att avkastningen på de närmaste substituten på sedlar, nämligen bankinlåning och obligationer,

hållits lägre än vid en jämviktsränta. På så vis har lågräntepolitiken bidragit till en större efterfrågan på sedlar än vad som skulle varit fallet om räntesättningen varit fri. En högre räntenivå skulle medföra en överflyttning på marginalen från sedlar till i första hand bankinlåning.<sup>21</sup> Det måste noteras att staten inte medvetet vidtagit dessa åtgärder för att maximera inkomsterna från inflationsskatten.<sup>22</sup> Regleringar av den svenska kreditmarknaden är resultatet av önskan att driva en lågräntepolitik. Denna politik har dock haft sidoeffekten att upprätthålla efterfrågan på sedlar och statsobligationer.

### Vad skall vi göra med inflations-skatten?

Om man önskar avskaffa inflations-skatten i form av värdefallet på sedlar och statsobligationer så kan detta ske genom två metoder. För det första kan den ekonomiska politiken inriktas på att åstadkomma en stabil prisnivå. Detta är i sig inget ouppnåeligt mål. Det finns medel för att lyckas med en sådan politik men andra mål än prisstabilitet har högre prioritet. För det andra kan inflations-

<sup>21</sup> Riksbanken och bankväsendet (affärsbankerna och sparbankerna) utgör producenterna av pengar i den svenska ekonomin, där riksbanken utbjuder sedlar och bankerna bankinlåning. Genom lågräntepolitiken hindrar riksbanken sina konkurrenter från att ge en högre ränteavkastning på sina produkter och befrämjar därmed spridningen av riksbanksedlar. På den här punkten är riksbankens vinstmotiv av idag inte av någon större betydelse till skillnad från situationen mellan 1830 och 1900 då privatbankerna och riksbanken var engagerad i en mycket hård konkurrens som producerar av pengar. Före 1864 utgjorde riksbankens dåvarande lågräntepolitik också en allvarlig restriktion på affärsbankerna. När ränteregleringen avskaffades förbättrades bankernas konkurrensposition. Ett avskaffande av den nuvarande lågräntepolitiken skulle med all sannolikhet ha samma effekt idag som för mer än 100 år sedan. Det kan noteras att riksbanken för närvarande driver en lågräntepolitik som har betydande likheter med den penningpolitik som försvann med den allmänna liberaliseringsvågen i mitten av 1800-talet.

<sup>22</sup> Nichols [1974] diskuterar olika metoder för att påverka inflations-skattens storlek i termer av läget och lutningen (dvs elasticiteten) av efterfrågekurvan för pengar.

skatten elimineras om staten kompenserar dem som håller sedlar och statsobligationer för deprecieringen genom inflationen. I princip skall då sedlarna göras räntebärande där räntan motsvarar inflationstakten. Även om det finns exempel i historien på räntebärande sedlar, är detta inte en väg att rekommendera. Kostnaderna för ett sådant system skulle bli otillbörligt höga. Det finns däremot skäl för att kompensera obligationsspararna antingen genom en högre räntenivå eller genom någon form av indexreglering av avkastningen på obligationer, om man önskar återupprätta en fungerande svensk kapitalmarknad.

Staten är med all sannolikhet inte överdrivet intresserad av att undanröja det värdefall på sedlar och statsobligationer som inflationen bidrar till. Myndigheterna bör dock ha en öppnare redovisning. Som ett led i en sådan politik bör Riksbankens Årsbok klart presentera storleken på värdefallet i den utelöpande sedelstocken. Motsvarande siffror för de räntelöpande statsobligationerna skall då återfinnas i Riksgäldskontorets Årsbok. En större öppenhet på den här punkten skulle vara ett bidrag till debatten om inflationens verkningar. Någon av de sittande skatteutredningarna bör också ta upp dessa frågor till ordentlig analys.

## Appendix

Inflationen som skatt på sedlar.

De bägge definitionerna på inflation som skatt på sedlar illustreras på ett förenklat sätt i *figur 1*.

Här antages att staten ger ut icke-räntebärande pengar i form av sedlar som allmänheten efterfrågar. Efterfrågekurvan för pengar är inritad i figuren som  $L_0L_0$ . Alternativkostnaden för att hålla dessa pengar utgörs av räntan. Ursprungligen är prisnivån stabil och allmänheten håller då vid ränta  $n_0$  det reala kassainnehavet  $(M/P)_0$ , dvs den nominella penningmängden,  $M$ , dividerad med ett prisindex  $P$ . Nu förutsätts att inflationstakten i samhällsekonomin stiger och att ränteläget förskjutes uppåt, där höjningen av räntenivån från  $n_0$  till  $n_1$  helt motsvarar ökningen i inflationstakten. Vid  $n_1$  har priset på pengar stigit. Allmänheten kommer som en följd av detta att minska sitt reala penninginnehav från  $(M/P)_0$  till

$(M/P)_1$  i *figur 1*. Effekter av ändringen i prisnivån kan betraktas som en skatt på det reala penninginnehavet där inflationstakten, i figuren lika med  $(n_1 - n_0)$ , utgör skattesatsen och allmänhetens reala kassainnehav  $(M/P)_1$  är skattebasen. Produkten av skattesatsen och skattebasen ger inflationsskatten per tidsenhet, som motsvarar den streckade ytan i *figur 1*. Ytan under delen av A—B av efterfrågekurvan för pengar utgör välfärdsförlusten och inflationsskatten. (Se fotnot 3.)

Detta utgör den traditionella definitionen på inflationsskatten, som använts av ett stort antal forskare. På senare tid har ekonomer emellertid valt en annan definition, som bygger på uppfattningen av centralbanken som en monopolist. Riksbanken ger ut sedlar som inte är räntebärande och placerar de medel som den skaffar sig genom sin sedelemission i räntebärande tillgångar, vanligtvis då i form av obligationer. Dessa ger vid varje inflationstakt en intäkt motsvarande produkten av räntenivån och den reala sedelhållningen. En ökning i inflationstakten som den återgivits i *figur 1*, ändrar således centralbankens intäkter av sedelstocken från ursprungligen  $n_0 \cdot (M/P)_0$  till  $n_1 \cdot (M/P)_1$ . En ökad inflationstakt behöver således inte nödvändigtvis medföra större intäkter för riksbanken. Utfallet beror på hur stora ytorna ADEG (den ursprungliga intäkten) är i förhållande till ytan BCEF (den nya intäkten). Riksbanken har här möjlighet att välja den inflationstakt som maximerar intäkterna från sedelstocken. Det visar sig då att den då uppträder som en vinstmaximerande monopolist. (Se fotnot 4.)

## Referenser

- Bailey, M. J., [1956], "Welfare Cost of Inflationary Finance", *Journal of Political Economy*, årg 64, nr 2
- Cagan, P., [1956], "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", i M. Friedman, red., *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago
- Darby, M., [1975], "The Financial and Tax Effects of Monetary Policy on Interest Rates", *Economic Inquiry*, årg 13, nr 2
- Deaver, J., [1970], "The Chilean Inflation and the Demand of Money", i D. Meiselman, red., *Varieties of Monetary Experience*, Chicago
- Friedman, M., [1971], "The Revenue from Inflation", *Journal of Political Economy*, årg 79, nr 4
- Jonung, L., [1974], "Penningmängd och penningpolitik under efterkrigstiden" i B. Södersten, red., *Svensk Ekonomi*,

- Stockholm  
— [1976], "Money and Prices in Sweden, 1732—1972", *Scandinavian Journal of Economics*, årg 78, nr 1  
Nichols, D., [1974], "Some Principles of Inflationary Finance", *Journal of Political Economy*, årg 82, nr 2  
Phelps, E., [1973], "Inflation in the Theory of Public Finance", *Swedish Journal of Economics*, årg 75, nr 2

- Riksbankens Årsbok.  
Riksgäldskontorets Årsbok.  
SOU 1964: 2, *Indexlån*, Betänkande avgivet av Värdesäkringskommittén  
SOU 1973: 60, *Fondbörsutredningen*  
Sjaastad, L., [1974], "Monetary Policy and Suppressed Inflation in Latin America", i R. Aliber, red., *National Monetary Policies and the International Financial System*, Chicago