

BENGT ASSARSSON\*

## Ekonomisk politik under rörlig växelkurs – replik till Hörngren

I en kommentar till Riksbankens skrift *Penningpolitik under rörlig växelkurs* (PUR) tog jag upp några frågor som jag anser att Riksbankens ekonomer förbisett eller undvikit att behandla (Assarsson [1993]). Den främsta punkten var att den svenska arbetslösheten nu är så hög och växande att det kunde varit på sin plats med en diskussion om penningpolitikens möjligheter att påverka aktivitetsnivå och sysselsättning. Min kommentar gällde främst den ekonomiska analysen i PUR och jag ifrågasatte den empiriska bild som Riksbankens ekonomer framstallde och som jag antog låg bakom deras analys. Min kommentar skrevs i december 1992 och jag föreslog angående den kortsiktiga eko-

nomiska politiken en försiktig finanspolitisk expansion, med tanke på det stora budgetunderskottet, främst utformat som ett ROT-program samt att de korta räntorna borde sänkas. Dessa forslag är i dagens ljus knappast särskilt originella och sammanfaller t ex ganska väl med vad som föreslagits av Ekonomikommisionen.<sup>1</sup>

Lars Hörngren har svarat på min artikel. Till skillnad från Hörngren anser jag att den normpolitik, enbart baserad på prisstabiliseringsmål, som sedan flera år förts i Sverige, och som dominerar framställningen i PUR, bär en del av skulden till våra nuvarande ekonomiska problem.

\* Jag tackar Jonas Agell, Sören Blomquist, P-A Edin, Bertil Holmlund och Clas Olsson för kommentarer till en tidigare version av denna replik. Kvarstående misstag samt åsikter som framfors är mina egna.

<sup>1</sup> Även känd som Lindbeck-kommisionen; se SOU 1993:16.

*Docent BENGT ASSARSSON är verksam vid Nationalekonomiska institutionen, Uppsala universitet.*

Därmed har jag inte påstått att en ekonomisk politik baserad på långsiktiga regler är dålig. Jag ifrågasätter dock hur man i PUR anser att dessa regler skall formuleras och implementeras i den ekonomiska politiken.

Lars Hörngrens inlägg innehåller många synpunkter, men jag skall koncentrera mig på vad jag uppfattar som de huvudpunkter där vi har olika uppfattningar. Som jag ser det gäller detta framför allt de empiriska erfarenheterna av trögheter i pris- och lönebildningen och vilka slutsatser man därav kan dra för den ekonomiska politiken. I Hörngrens svar finns inga hänvisningar till sådana empiriska erfarenheter och inte en enda empirisk referens, trots att den ekonomiska politik han förordar är beroende av just sådan empiri. Tyvärr har Hörngren missuppfattat mig på flera punkter, vilket bla framkommer genom att han felaktigt återger mina ståndpunkter eller tom med losryckta citat förvanskar mitt budskap. Jag skall återkomma till detta senare.

I denna replik skall jag först diskutera den ekonomiska politikens uppläggning som en långsiktig regel och vilka problem som kan uppstå vid implementeringen av politiken. Empiriska tester av normpolitiken diskuteras också. Därefter diskuterar jag orsakerna till den nuvarande krisen och uppläggningsen av den aktuella ekonomiska politiken.

### Normer eller diskretion

Jag har i huvudsak ingenting att invända mot Hörngrens beskrivning av normpolitiken. Jag instämmer också i att man kortiktigt kan erhålla större handlingsfrihet om tilltron till långsiktig prisstabilisering ökar. Men Hörngren beskriver detta alltför enkelt. I en värld med flexibla priser kommer olika typer av chocker snabbt att neutraliseras och en situation med full sysselsättning att uppstå. Väljer man då prisstabilisering som norm kommer för

sysselsättningen negativa pris- och lönechocker inte längre att uppstå, om förtroendet för normen kan etableras. Problemet är att priserna i verkligheten inte är flexibla, utan under lång tid kan avvika från sina optimala nivåer. När chocker inträffar kan därför arbetslösheten öka under långa perioder. Skulle ovanligt stora chocker inträffa är det därför en alltför kostsam politik att enbart inrikta sig på prisstabilisering. Vid en eller flera kraftiga chocker är det rimligt att ingripa med traditionell keynesiansk stabiliseringspolitik och försöka stimulera efterfrågan. En sådan politik kan naturligtvis vara en del av en långsiktig ekonomisk-politisk regel. Olyckligtvis har en sådan inte formulerats i Sverige, utan normpolitikens förespråkare har alltför ensidigt slagit vakt om prisstabiliseringsmålet, före den 19 november med den fasta växelkursen som ankare. Hörngren förespråkar en enkel regel, vilket är rimligt då inga priströgheter förekommer. När priserna är trögörliga och olika chocker inträffar i ekonomin är det emellertid inte längre optimalt med den enkla regeln. Då behövs en mer komplicerad regel som tar hänsyn även till sysselsättningen.<sup>2</sup>

Som jag ser det skulle trovärdigheten för prisstabiliseringspolitiken inte nödvändigtvis minska om man till prisstabiliseringsmålet även knöt ett sysselsättningsmål. Anledningen är att det i praktiskt taget alla moderna ekonomier förväntas av regering och riksbank att åtgärder vidtas då arbetslösheten ökar kraftigt. En formulering av politiken som innebär att Riksbanken försöker stimulera ekonomin vid stora utbudsöverskott är då rimlig. Vid efterfrågechocker synes denna politik oproblematiske, men vid prischocker tvingas riksbank och regering till en avvägning mellan inflation och arbetslöshet. Ett sysselsättningsmål skulle då

<sup>2</sup> För en analys av en sådan modell, se Rogoff [1985].

kunna formuleras som att Riksbanken bör vidta åtgärder om ökningen i arbetslösheten överstiger en viss nivå.

### Prövning av teorier

Enligt Hörngren har jag påstått att den ekonomiska politiken misslyckats på grund av "att beslutsfattarna har ryckts med av nymodigheter, t ex forskning om tidskonsistensproblem." Hans framställning är helt missvisande. Vad jag hävdade, liksom Agell och Vredin [1991], var att den svenska debatten alltför ensidigt dominerats av den normpolitik Hörngren förespråkar. För att få en bild av den internationella synen i dessa frågor föreslog jag att man granskar moderna internationella läroböcker, som ofta författats av framstående forskare med stor erfarenhet. Jag hävdar att den bild som där framkommer är betydligt mer nyanserad än den bild som framkommer i den svenska debatten. Den bild man får av internationella läroböcker bygger dessutom oftast på teorier som hunnit prövas empiriskt och vissa nymodigheter har kunnat förkastas.<sup>3</sup>

Hörngren gör sig lustig över detta, men jag håller förstås med honom om att man inte kan använda det ovanstående som enda kriterium på om en viss ekonomisk politik är bra eller dålig. Jag tycker dock att det är en *fördel* om teorin kunnat prövas empiriskt.

Den normpolitik som Hörngren förespråkar är mycket dåligt eller inte alls empiriskt prövad och bygger huvudsakligen på teoretiska resonemang. I PUR motiverar dock Hörngren prisstabiliseringsmålet med att priströgheter endast är temporära. Politikens förutsättningar kan alltså testas och som jag redovisade i min ursprungliga kommentar är dessa tester inte uppmuntrande för Hörngren. Dessvärre spelar inte detta någon större roll för Hörngren. Han hävdar nämligen att normpolitiken alls inte misslyckats. Detta sågs bero på att den förda politiken inte

varit tillräckligt konsistent. Vi vet alla vad detta betyder i ekonomisk-politiska termer, men hans påstående innebär också att den förda normpolitiken inte bara är oprövad utan också att den inte kan testas. Så snart politiken misslyckas, t ex att inflationen ökar eller den fasta växelkursen överges, så kommer politikens förespråkare att hävda att politiken inte varit tillräckligt konsekvent.

### Vad innebär trögheter i priser?

Priströgheter innebär att nominella chocker kommer att påverka reala variabler. Vid en nominell chock kommer kvantiteten i stället att anpassas. Trögheterna är naturligtvis mycket olika på olika marknader, beroende på vilken typ av vara eller tjänst som handlas. På finansiella marknader är trögheterna små, varför vi ser stora prisfluktuationer i t ex aktier och valutakurser. I den industriella handeln och en stor del av detaljhandeln är emellertid prisbildningen trög. Företagen ändrar priserna sällan och när man ändrar priserna gör man det försiktigt för att värna om den fasta kundkretsen. Även lönerna är trögrörliga. Empiriska erfarenheter visar dock att lönerna på kort sikt är mer flexibla än priserna; se t ex Assarsson [1989] för Sverige och Blanchard [1986] för USA. Detta kan också förklara varför Holmlund [1990] och Calmfors & Forslund [1990] funnit att reallöneflexibiliteten är ovanligt stor i Sverige. Att lönerna på ett aggregerat plan kortsiktigt är relativt flexibla kan förklaras med att prestationslöner är relativt vanliga.

<sup>3</sup> Det är tveksamt om den svenska debatten ens ger de nya teorierna om ekonomi och politik rättvisa. Kritik mot ett ensidigt prisstabiliseringsmål finns i t ex Rogoff [1985]. Den tidigare tillämpade utlandslänenormen, som sågs som ett medel för att disciplinera politikerna, är inoptimal i en öppen ekonomi med trögrörliga priser, då den kan skapa incitament för politikerna att öka inflationen; se Watanabe [1992].

Den traditionella keynesianska stabiliseringspolitiken byggde på pris- och lönetrögheter. De senare är tillräckliga villkor för att en nominell störning skall påverka kvantiteter, men kan inte garantera att den ekonomiska politiken får avsedd effekt. Enligt min uppfattning är det tämligen väl klarlagt att det finns omfattande och långvariga trögheter i prisbildningen (se Assarsson [1989] och referenser där). Dessutom har man teoretiskt visat att små priströgheter kan ge stora konjunktursvängningar (se Mankiw [1985]).

Hörngrens normpolitik bygger på modeller där priserna antas vara helt flexibla. Om man ensidigt inriktar politiken på att bekämpa prisökningar och inte fäster någon vikt vid arbetslösheten kommer man helt att få förlita sig på graden av flexibilitet i priserna, t ex vid prischocker.

Enligt min uppfattning kan man inte förlita sig på en sådan politik. På grund av priströgheterna får man räkna med att arbetslösheten från tid till annan både kan bli omfattande och långvarig. Arbetslöshetsbekämpning bör därför ingå som en central målsättning i en trovärdig ekonomisk politik. Detta gäller speciellt för penningpolitiken under en rörlig växelkurs. Det hade därför varit önskvart om Riksbankens ekonomer i PUR hade diskuterat under vilka förutsättningar en sådan politik är möjlig. Nu nöjer man sig med vaga formuleringar som går ut på att räntesänkningar är möjliga som är förenliga med en stabil allmän prisnivå.

### Orsaker till den akuta krisen

Inledningsvis hävdade jag att den ekonomiska politiken delvis är en orsak till den nuvarande ekonomiska krisen, dvs framför allt sänkningen av den ekonomiska aktiviteten och de finansiella obalanserna. Det pågår nu en mycket intensiv diskussion om orsakerna till den ekonomiska krisen. Enligt min uppfattning lyckas man där inte skilja ordentligt på de kort- respektive långsiktiga problemen.

Samma problem finns i formuleringen av en långsiktig ekonomisk-politisk regel. När det gäller den nuvarande krisen måste dock orsakerna sokas i de allra senaste årens utveckling. Orsaken till krisen ligger inte i den svenska ekonomins grundläggande struktur utan i ett antal stora förändringar eller chocker, som var och en varit stora och svåra att förutse effekterna av och sammantagna så stora att ekonomin helt bringats ur sin jämviktsbana.<sup>4</sup>

Vilka är dessa chocker? Den nuvarande ekonomiska krisen beror i allt väsentligt på en alltför låg aggregerad efterfrågan och vi befinner oss därför i en typisk keynesiansk situation. Det är den inhemska privata efterfrågan som sviktar, dvs konsumtion och investeringar, och den offentliga efterfrågan är inte tillräckligt stor för att kompensera detta. Frågan är alltså: vilka chocker under de senaste åren gjorde att konsumtion och investeringar hos tusentals hushåll och företag minskade drastiskt? Jag finner åtminstone tre sådana chocker:

- 1) Den finansiella avregleringen under 1980-talet.
- 2) Skattereformen och realräntehöjningarna.
- 3) Implementeringen av den fasta växelkurspolitiken.

Den finansiella avregleringen gjordes under en högkonjunktur då hushållens och företagens förväntningar om framtiden var ovanligt ljusa. Detta gjorde att såväl konsumtion som investeringar ökade kraftigt i slutet av 1980-talet. Under samma tid beslutades om en skattereform som skulle sänka de direkta skatterna men öka de indirekta skatterna och höja

<sup>4</sup> Den debatt som följt i Ekonomikommisionens kölvatten upplever jag som delvis förvirrad, eftersom den framför allt behandlat strukturella problem som om de vore orsak till den nuvarande akuta krisen.

skatten på kapital, i det senare fallet på grund av de kraftigt sänkta värdena på avdragen. Detta gjorde konsumtionen tillfälligt billig samtidigt som lånefinansierad konsumtion så småningom skulle bli dyrare. Det blev optimalt att låna för konsumtion i slutet av 1980-talet för att amortera senare. Den dominerande effekten av reformen var dock att realräntan efter skatt steg kraftigt vilket ledde till ett fall i priserna på framför allt fastighetsmarknaden. Skattereformen överförde dessutom inkomster från låginkomst- till höginkomsttagare, de senare med en förmodligen lägre konsumtionsbenägenhet. De båda första punkterna bäddade således för en neddragning av både konsumtion och investeringar i början av 90-talet.

Till detta kommer implementeringen av den fasta växelkurspolitiken. Riksbanken skötte denna uppgift med den aran, dvs alltför väl. De stora räntechocker som skulle drabba ekonomin under perioden 1990–92 skapade en enorm osakerhet hos hushåll och företag. Efter den första räntechocken hösten 1990 vidtogs dessutom åtgärder, ett sk krispaket, som innebar åtstramning och påbud om försämringar i transfereringssystemen. Det blev helt naturligt för hushåll och företag med försiktighetsåtgärder: dra ner konsumtionen och öka sparandet. Vid varje ny räntechock, och därmed sammanhängande krispaket, blev hushåll och företag allt försiktigare och resultatet av denna försiktighet ser vi nu i en minskning av BNP och en ökning i arbetslösheten. Detta är anledningen till att den förda normpolitiken bidragit till att skapa den ekonomiska krisen. Situationen hade förmodligen varit ljusare om kronan hade släppts tidigare, något som inte var möjligt på grund av den starka bindningen till normen.

### När är finanspolitiken expansiv?

Krister Andersson, chef för den ekonomiska avdelningen på Riksbanken, hävdar i PUR att finanspolitiken är expansiv

därför att budgetunderskottet är stort (PUR s 54). Hörngren preciserar inte vad han menar med en expansiv budget. Ännu en gång argumenterar Hörngren dock med utgångspunkt från ett lösryckt och missvisande citat från min kommentar. Jag skriver således: "Samtidigt är det mycket tveksamt att karaktärisera den nuvarande politiken som expansiv. Enligt Konjunkturinstitutets prognoser kommer BNP att minska med 3,8 procent mellan 1990 och 1994. Under samma tid ökar exportefterfrågan med 11,6 procent medan den inhemska totala efterfrågan sjunker med 8,9 procent. Den offentliga konsumtionen minskar med 0,6 procent. Detta ger inte bilden av en expansiv politik utan av en hemmakonstruerad recession, en bild som förstärks vid en jämförelse med övriga OECD-länder." Detta citeras av Hörngren: "mycket tveksamt att karaktärisera den nuvarande politiken som expansiv. Som belägg för detta anförs att den offentliga konsumtionen minskar mellan 1990 och 1994."

Min främsta invändning är således att jag ifrågasätter den mycket förenklade syn som säger att statens budget är expansiv om budgetunderskottet är stort. Detta är tvivelaktigt av den enkla anledningen att budgetunderskottet kan öka utan att staten lyfter ett finger. Vad man menar med en expansiv budget är en definitionsfråga. Den är dock viktig för hur vi bedömer inriktningen av den ekonomiska politiken. En utgångspunkt kan då vara att man ser på budgetens effekt på konjunkturcykeln och att man koncentrerar sig på diskretionära åtgärder. Denna syn kännetecknar de mått på den expansiva effekten som exkluderar de cykliska underskotten. De senare måtten används av Finansdepartementet och av OECD,<sup>5</sup> dock i något olika varianter. Detta är ett perspektiv som är rimligt vid stabiliseringspo-

<sup>5</sup> Se Regeringens proposition [1992/93:100] och OECD [1992].

litiska bedömningar.<sup>6</sup>

OECD har beräknat den expansiva effekten i Sverige till 32 miljarder kronor år 1992, men finanspolitiken beräknas vara kontraktiv både 1993 och 1994, med 18 respektive 12 miljarder kronor.<sup>7</sup> Enligt OECD är således finanspolitiken i genomsnitt obetydligt expansiv under perioden 1992–94. Min undran över Anderssons beräkningar är således inte alls så udda eller originell som Hörngren gör gällande. Om Anderssons beräkningar är så tillförlitliga borde de också kunna förklara varför underskotten försvann så snabbt i mitten av 1980-talet, men Hörngren säger inget om det.

Krister Andersson och Lars Hörngren framhåller i PUR att en nödvändig förutsättning för att Riksbanken skall kunna sänka räntorna är att det förs en stram finanspolitik som reducerar budgetunderskotten. En åtstramande finanspolitik bör sänka räntorna och depreciera växelkursen. Detta motverkar den åtstramande effekten, men nettoresultatet av en finanspolitisk åtstramning blir, enligt all tillgänglig teori, knappast en stimulans av aktivitet och sysselsättning. För att höja aktiviteten krävs under sådana omständigheter en penningpolitisk stimulans som är ganska kraftig, eftersom den dels skall kompensera för åtstramningen, dels åstadkomma själva stimulansen.

### Den aktuella situationen

Som jag inledningsvis nämnde föreslog jag i min tidigare kommentar angående den aktuella situationen att man skulle genomföra en försiktig finanspolitisk expansion genom sk ROT-program samt att Riksbanken skulle sänka de korta räntorna. Detta är också i grova drag den politik som bedrivits. De korta räntorna har kunnat sänkas utan att de långa nominella räntorna stigit. För konsumtions- och investeringsbeslut är det framför allt den långa reala räntan som är av intresse. Om den långa nominella räntan har fallit och

den förväntade inflationstakten inte har fallit, så har således den långa reala räntan fallit, förmodligen i takt med den nominella korta räntan. Med räntesänkningarna har växelkursen deprecierat och med en på sikt något högre realränta kommer växelkursen förmodligen att appreciera. Nettoeffekten av räntesänkningarna och deprecieringen är att aktivitet och sysselsättning stimuleras, utan att inflationsstrycket ökar nämnvärt. Riksbanken skulle därför i den nuvarande situationen kunna sänka räntorna ytterligare något, för att i någon mån öka aktivitetsnivån.

Man skall dock inte göra sig några större förhoppningar om att lägre räntor skall kunna vända utvecklingen i konsumtion och investeringar. Empiriska undersökningar visar att den privata konsumtionen är tämligen okänslig för ränteförändringar (och därmed även sparat) och i första hand styrs av de långsiktiga inkomstförväntningarna. Investeringarna är förmodligen något mer räntekänsliga, men det är tveksamt vad effekten skulle bli i det nuvarande läget med ett genomgående mycket lågt kapacitetsutnyttjande i näringslivet.

Enligt min uppfattning finns det för närvarande ringa inflationsstryck i den svenska ekonomin. Enligt Hörngren beror det på att jag bortser från inflationsförväntningarna. Han anser alltså att inflationsförväntningarna idag är så höga att de överväger effekterna av utbuds-

<sup>6</sup> Om man oroas över den offentliga sektorns möjligheter att finansiera underskotten är det soliditeten och den offentliga sektorns nettoskuld som är intressant. Sverige har där en mycket gynnsam position vid en internationell jämförelse. Endast fyra länder inom OECD-området beräknas 1994 ha en lagre nettoskuld. Det är därför inte nivån på nettoskulden, utan den kraftiga försämringen under de allra senaste åren som är Sveriges problem.

<sup>7</sup> I OECDs beräkningar exkluderas rantebetalningar, eftersom de anses ligga utanför regeringens direkta kontroll.

överskott som innebär att arbetslösheten under 1994 närmar sig 17 procent (enligt AMS). Även om vi har en belastande historia av prisökningar är det troligt att inflationsförväntningarna idag i huvudsak har de ökade importpriserna som källa. Rationella aktörer inser att importprisökningarna är tillfälliga och inte kommer att fortsätta i samma omfattning.

Jag antydde tidigare att en sänkning av momsen skulle ha en begränsad effekt och kanske därför borde undvikas. Ekonomikommisionen har föreslagit en tillfällig momssänkning, eventuellt finansierad med ökade sociala avgifter, om arbetslösheten skulle öka alltför kraftigt. Kommissionen har poängterat att en sänkning av momsen måste kombineras med beslut om framtida skatthöjningar och utgiftssänkningar för att vara trovärdig. Dessa förslag illustrerar både svårigheterna i den nuvarande situationen och med argument som bygger på trovärdighet. En tillfällig momssänkning gör konsumtionen tillfälligt billigare. Empiriska erfarenheter visar emellertid att den intertemporala substitutionselasticiteten är låg,<sup>8</sup> varför man får räkna med en begränsad effekt. En sänkning av momsen med 7 procentenheter skulle tex kunna öka konsumtionen med omkring 0,8 procent, i dagens penningvärde med drygt 6 miljarder kronor. Om man samtidigt beslutar om framtida skatthöjningar för att försöka åstadkomma ett förtroende för budgetpolitiken kommer det dock att minska konsumtionen, eftersom nyvunna insikter om framtida nedskärningar reducerar de framtida inkomstförväntningarna. Om det däremot finns ett fullt förtroende för budgetpolitiken behöver man idag inte bry sig om de framtida åtstramningarna. Om kommissionen har rätt i sin förmodan att förtroendet för budgetpolitiken idag är lågt riskerar deras stabiliseringspolitiska förslag att totalt sett ge en minskad efterfrågan.

Slutsatsen av detta blir att man förmodligen måste sänka momsen mycket kraf-

tigt för att erhålla en någorlunda stor effekt på konsumtionen. Det är dock inte oproblemiskt att i dagens läge genomföra stora förändringar i skattesatserna. Det finns en risk att hushåll och företag tolkar sådana förändringar negativt, så att osäkerheten ökar och man i stället skapar en ännu större försiktighet.

## Referenser

- Agell, J & Vredin, A, [1991], "Normer eller diskretion i stabiliseringspolitiken". *Ekonomisk Debatt*, årg 19, nr 4, s 336-350.
- Assarsson, B, [1989], *Prisbildning på industriella marknader*. SNS Forlag, Stockholm.
- Assarsson, B, [1993], "Ekonomisk politik under rörlig vaxelkurs." *Ekonomisk Debatt*, årg 21, nr 1, s 55-62.
- Blanchard, O J, [1986], "The Wage-Price Spiral". *Quarterly Journal of Economics*, årg 101, nr 3, s 543-65.
- Browning, M, [1989], "The Intertemporal Allocation of Expenditure on Non-Durables, Services, and Durables". *Canadian Journal of Economics*, årg 22, nr 1, s 22-36.
- Calmfors, L & Forslund, A, [1990], "Wage Formation in Sweden". I L. Calmfors, (red), *Wage Formation and Macroeconomic Policy in the Nordic Countries*. Oxford University Press.
- Holmlund, B, [1990], *Svensk lönebildning. Teori, empiri, politik*. Bilaga 24 till LU 90. Allmänna Förlaget, Stockholm.
- Mankiw, N G, [1985], "Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model". *Quarterly Journal of Economics*, årg 100, nr 2, s 529-38.
- OECD, [1992], *OECD Economic Outlook*, nr 52.
- Regeringens proposition [1992/93:100 Bilaga 1], *Finansplanen*.
- Sveriges riksbank, [1992], *Penningpolitik under rörlig vaxelkurs*. November.
- Rogoff, K, [1985], "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target". *Quarterly Journal of Economics*,

<sup>8</sup> Enligt preliminära beräkningar jag gjort för svenska förhållanden, baserade på en metod utvecklad av Browning [1989], är elasticiteten -0,7 för varaktiga varor och -0,2 för de totala konsumtionsutgifterna.

årg 100, nr 4, s 1169–1189.

SOU 1993:16, *Nya villkor för ekonomi och politik*. Ekonomikommisionens rapport.

Watanabe, T, [1992], "The Optimal Currency Composition of Government Debt". *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, årg 10, nr 2, s 31–62.