

## Fasta eller rörliga växelkurser?

*Frågan om för- och nackdelar med fasta respektive rörliga växelkurser diskuteras just nu livligt. Det finns, hävdar Anders Vredin, inget enkelt svar på vilket system som är att föredra. Den lämpliga lösningen beror mycket på vilken typ av störningar en ekonomi är utsatt för. Vredins preliminära slutsats är att en växelkursregim som inom ramen för det europeiska monetära sambandet kombinerar fasta och rörliga växelkurser kan vara att föredra.*

Frågan huruvida växelkurser mellan olika valutor skall tillåtas vara helt rörliga eller styras genom penningpolitiska ingrepp – och rent av hållas helt fasta – har kommit att diskuteras alltmer intensivt i samband med planerna på en europeisk monetär union och instabiliteten på valutamarknaderna under det senaste året. Problemet ter sig något annorlunda om man betraktar det ur ett enskilt lands perspektiv – bör tex den svenska kronans kurs vara fast, och i så fall mot vad? – jämfört med om man ser det som ett gemensamt problem för en grupp av länder (tex EG). De grundläggande frågor man måste ta ställning till är emellertid desamma och kommer att redovisas i denna artikel. Jag vill redan inledningsvis förbereda läsaren på att något bestämt svar på frågan huruvida växelkurser bör vara fasta eller rörliga inte kommer att avges, vilket tidskriftens luttrade läsare säkert inte heller väntar sig. Jag tror dock att de flesta är mer betjänta just av en probleminventering än av tvärsäkra svar. Innehållet i sådana svar tenderar nämligen att variera kraftigt över tiden, allt efter som det ekonomiska läget ändras. Sommaren 1992 tycktes sålunda en överväldigande majoritet av den

svenska ekonomkåren inte betrakta en rörlig kronkurs som något relevant alternativ. Ett år senare möter tanken på en fast kurs nästan lika stor skepsis.

En förklaring till varför nationalekonomer har svårt att avge något bestämt svar på frågan om vad som är en optimal valutapolitik är att problemet har en kraftig politisk laddning. Gränserna för valutaområden – områden med en gemensam valuta eller med fasta växelkurser – har vanligtvis sammanfallit med nationalstaternas gränser. Att skapa egna valutor var sålunda ett av de högst prioriterade målen för de baltiska länderna efter deras frigörelse från Sovjetunionen. En gemensam europeisk valuta kan på samma sätt ses som ett viktigt *medel* i skapandet av ett Europas Förenta Stater. Genom att framtvinga samordning av den ekonomiska politiken skulle en övergång till en gemensam valuta kunna påskynda den politiska integrationen i Europa. Penningpolitiskt oberoende förknippas alltså ofta med nationellt oberoende, och vilket system som är bäst kan därför inte avgöras på rent ekonomiska grunder.

*ANDERS VREDIN är docent vid Handelshögskolan i Stockholm.*

\*Författaren vill tacka Lars Hörngren och Johan Myhrman för värdefulla synpunkter på ett tidigare utkast samt Marianne Nessén för hjälp med att få fram *Figur 1*.

## Relativpriser och växelkurser

Ett annat problem är att nationalekonomernas kunskap om sambanden mellan de reala och finansiella delarna av ekonomin, vilka är vitala för frågan om valutapolitikens inriktning, tyvärr nog måste sägas vara sämre än förståelsen av de interna mekanismerna på de reala respektive finansiella marknaderna. Nationalekonomisk teori handlar i mångt och mycket om hur *relativpriser mellan olika varor och tjänster* bestäms. Oftast är de teoretiska modellerna – vare sig det rör sig om jämviktsmodeller eller modeller med ojämvikter, om modeller med perfekt eller imperfekt konkurrens, etc – *helt reala*. Bestämningen av relativpriser mellan olika varor och tjänster analyseras sålunda oftast inom ramen för modeller av rena bytesekonomier, ekonomier utan pengar, där varor och tjänster byts direkt mot varandra och där relativpriser justeras med hänsyn till efterfrågan och utbud.

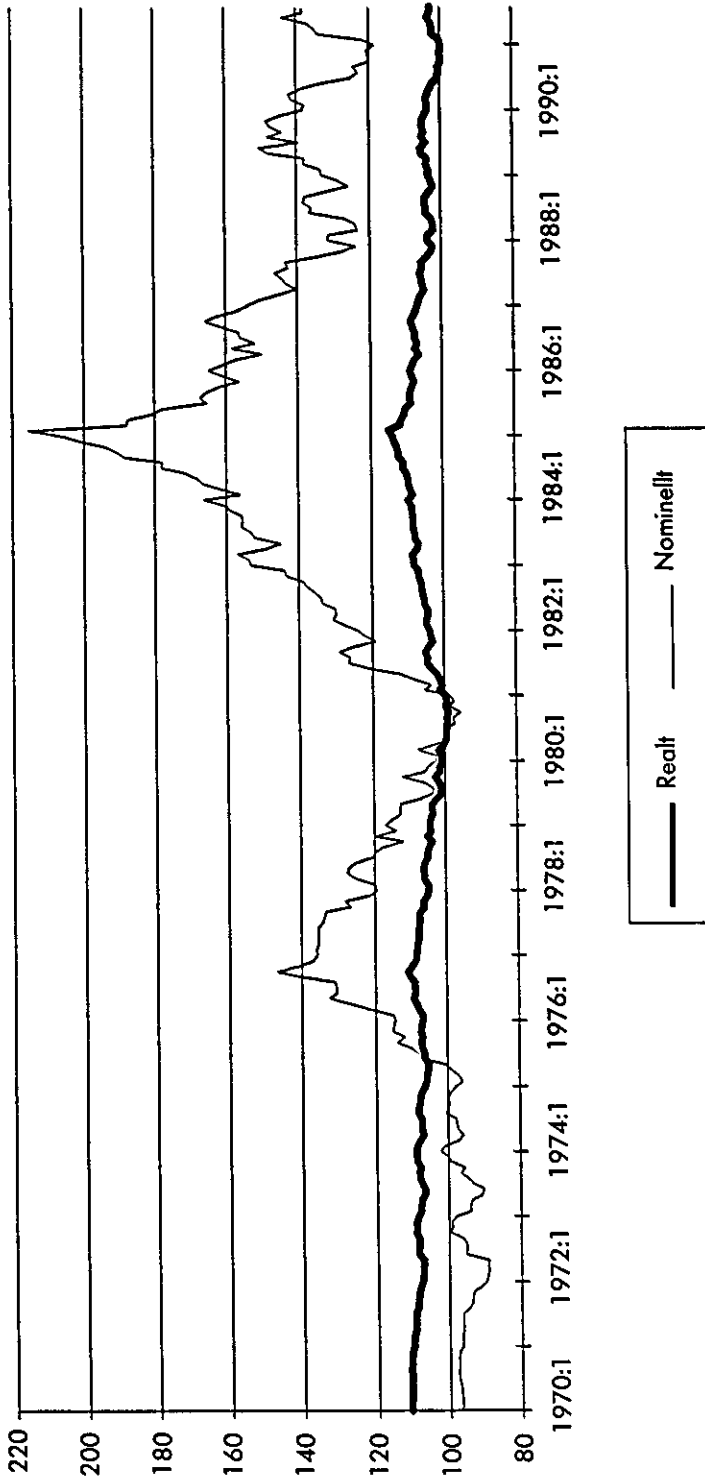
Reala modeller av rena bytesekonomier kan inte användas för att analysera problem förknippade med nominella växelkurser. För det första måste modellerna utvidgas med en marknad för pengar. En teoretisk modell för nominella växelkurser måste förklara varför en valuta överhuvudtaget har ett värde, dvs hur den *allmänna prisnivån* i ett valutaområde bestäms. För det andra måste teorin, för att kunna förklara relativpriserna mellan olika valutor, kunna förklara varför det finns behov av flera valutor.

De flesta nationalekonomer torde vara plågsamt medvetna om hur svårt man har att förklara och modellera dels efterfrågan på pengar, dels samspelet mellan den reala och den finansiella delen av ekonomin. Visst är det ganska lätt att förstå att det behövs något bytesmedel i en ekonomi. Men varför skall detta bytesmedel just vara statligt producerade mynt och sedlar, varför behöver varje land ha ett eget bytesmedel, och varför har penningpolitiken reala effekter?

Innan jag går närmare in på dessa frågor vill jag med hjälp av en belysande figur illustrera vikten av att gå utanför de reala modellerna när man vill förstå nominella fenomen som t ex växelkurser. *Figur 1* visar utvecklingen av den nominella växelkursen mellan pund och dollar från 1970 till en bit in på 1992. Den visar också ett mått på den "reala växelkursen", vilket i det här fallet är kvoten mellan konsumentprisindex i USA och Storbritannien multiplicerad med växelkursen pund/dollar.<sup>1</sup> Som vi ser har den reala växelkursen varit ganska stabil, trots kraftiga fluktuationer i den nominella växelkursen. Detta innebär att de nominella växelkursförändringarna till stor del motsvarats av skillnader i inflationstakt. Reala modeller kan användas för att analysera bestämningen av reala växelkurser, som (oavsett den exakta definitionen) alltid mäter relationen mellan olika länders priser för en viss uppsättning varor och tjänster. (I detta fall relativpriset mellan representativa konsumtionskorgar i USA och Storbritannien.) Det är alltid något mått på den reala växelkursen man har i tankarna när man talar om att en valuta är "övervärderad" eller "undervärderad". Problemet är att anpassningen av den reala växelkursen till sin jämviktsnivå kan ske genom olika kombinationer av anpassningar i den nominella växelkursen och i respektive lands nominella prisnivå. En real modell kan inte säga något om vilken kombination av nominella förändringar man kan förvänta sig. Det är helt uppenbart från *Figur 1* att en real modell som säger att en real växelkurs är över- eller undervärderad ger mycket liten vägledning när det gäller att förklara den nominella växelkursens utveckling.

<sup>1</sup> Andra vanliga definitioner på "reala växelkurser" är relativpriset mellan konkurrensutsett och skyddad produktion eller mellan import och export (dvs inversen av *terms of trade*).

Figur 1 Real och nominell växelkurs GBP/USD. Index 1980 = 100.



Källa: Nessén [1992].

## Bytesmedelsargumentet

Ett bytesmedel är mer värdefullt ju större dess användningsområde är och ju stabila dess värde är. Förekomsten av flera valutor med rörliga växelkurser ger upphov till såväl transaktionskostnader som riskkostnader. Valutahandeln medför transaktionskostnader i och med att arbetskraft och kapital går åt för att driva växlingskontor och för att bevaka växelkursutvecklingen. Dessa resurser kunde kanske användas på bättre sätt. Kostnader kan också uppstå om den samhälls-ekonomiskt nyttiga internationella handeln med varor, tjänster och kapital minskar pga växelkursrisken. Pengars roll som bytesmedel och räkneenhet talar därför för fasta växelkurser eller t o m för en enda gemensam valuta.

En förklaring till varför det på vår planet inte finns en enda valuta, utan ungefär lika många valutor som länder, är att monopoli på produktion av bytesmedel som får användas inom en nations gränser har varit en viktig källa till skatteinkomster. Inkomsterna uppstår på två sätt. När den reala ekonomin växer ökar behovet av bytesmedel. Kostnaden för att producera en enhet av bytesmedlet är mycket lägre än bytesmedlets nominella värde – att producera en tusenkronorssedel kräver inte reala resurser för tusen kronor – vilket är en av poängerna med att ha pengar som bytesmedel. Detta medför emellertid vinster för den som producerar bytesmedel. När väl bytesmedlet finns i omlopp – och är skyddat från konkurrens från andra bytesmedel – kan ytterligare skatteinkomster genereras genom penningvärdesförsämring. Ökat penningutbud som leder till inflation är ett sätt för staten att beskatta innehavarna av pengar. Med tanke på att i stort sett alla skatter har snedvridande effekter, vore det förvånande om det vore optimalt att sätta just skatten på penninginnehav till noll. Om man avstår från att inflationsbeskatta måste man ju, vid givna statliga utgifter,

höja andra, lika eller kanske mer skadliga, skatter i motsvarande mån.<sup>2</sup> Det finns heller inget som säger att den optimala inflationsskatten är densamma i olika länder. Behovet av att generera skatteinkomster så effektivt (minst skadligt) som möjligt talar därför för olika valutor.

Transaktionskostnader, riskkostnader och optimala skatter har ofta framförts som argument i debatter om växelkurspolitik, även på senare tid i diskussionerna om en europeisk monetär union. Argumenten bör emellertid rimligtvis vara svagare idag än tidigare. De finansiella marknaderna har visat stor uppfinningsriktighet när det gäller att effektivisera valutahandeln, varför förekomsten av olika valutor och valutakursrisk förmodligen utgör ett mycket mindre hinder för ett effektivt handelsutbyte än tidigare. Som framgår av *Figur 1* behöver inte heller stor nominell variabilitet (risk) innebära att osäkerheten om reala variabler också är stor. Detta påpekade för övrigt Milton Friedman redan 1953 i en klassisk plädering för rörliga växelkurser (Friedman [1953]).

Statsmakterna har också, liksom de finansiella marknaderna, visat stor uppfinningsriktighet när det gäller att hitta källor till beskattning. I en del länder, med mycket mindre effektivt skatteväsen än tex Sverige, är dock inte inkomsterna från inflationsskatten försumbara.

De argument för respektive emot fasta växelkurser som kan härledas ur bytesmedelsargumentet är sålunda inte irrelevanta, men förmodligen mindre betydelsefulla idag än tidigare.

Vilka är då de viktiga argumenten för och emot fasta respektive rörliga växelkurser? Jag tror att svaret på frågan om ett land bör ha en fast eller en rörlig valutakurs ligger i det faktum att rörliga växel-

<sup>2</sup>Cooley & Hansen [1900] analyserar detta problem.

kurser tillåter olika länder att ha olika inflationstakt. Det faktum att en real växelkurs kan vara stabil trots kraftiga fluktuationer i den nominella växelkursen (som i *Figur 1*), tyder på att förändringar i växelkurser och prisnivåer inte sker oberoende av varandra. Om villkoret om *köpkraftsparitet* är uppfyllt motsvaras skillnader i inflationstakt exakt av växelkursförändringar, dvs den reala växelkursen är konstant. Fasta växelkurser kräver då exakt lika inflationstakter.<sup>3</sup> Detta säger dock i sig självt inget om huruvida det är en fördel för ett land ha en "egen" inflationstakt eller ej. För att besvara den frågan måste vi först förstå följande: för det första att inflationen kan bli för hög, för det andra att inflationen kan bli för låg.

### För hög inflation

Att inflationen kan bli för hög håller säkert de flesta med om<sup>4</sup>, men det är i det här sammanhanget viktigt att förstå drivkrafterna bakom inflation. Inflation brukar sägas vara ett "monetärt fenomen" på lång sikt, vilket är i linje med resonemanget ovan. En förändring i den allmänna prisnivån (inflation eller deflation) och förändringar i relativpriser mellan olika sorters pengar (växelkurser) är inga "reala fenomen", dvs kan inte förklaras och analyseras inom ramen för helt reala modeller. Utsagan att inflationen är ett monetärt fenomen brukar dock ges en starkare tolkning än så, nämligen att inflation *orsakas* av en alltför expansiv *penningpolitik*. På kort sikt kan visserligen inflationsimpulser komma från många håll, tex från en expansiv finanspolitik eller från penningpolitiken utomlands. Den inhemska penningpolitiken kan emellertid motverka sådana impulser.

Inflation, penningvärdessänkning, är – närmast definitionsmässigt – ett resultat av att utbudet på pengar ökat snabbare än efterfrågan. Efterfrågan härleds som påpekats ovan från ett behov av bytesmedel. Man skulle därför kunna tänka sig att

efterfrågan på pengar är proportionell mot den produktionsvolym som med bytesmedlets hjälp skall omsättas på marknaden. Det ligger nära till hands att anta tex att den reala penningefterfrågan är proportionell mot bruttonationalprodukten. En snabbare ökning av penningmängden än den reala tillväxten i BNP skulle sålunda vara orsaken till inflation.

Men penningefterfrågan bestäms också av den förväntade kostnaden för att hålla pengar. Denna består av en alternativkostnad – den nominella "ränta" man kunde ha fått om man placerat sina sparmedel i andra tillgångar än pengar – och av inflationen, som ju urholkar pengarnas reala värde. Inflation bestäms alltså av utbudet på pengar i förhållande till efterfrågan, som i sin tur beror på den förväntade inflationen. Inflationen beror därmed av förväntad inflation.

I den nationalekonomiska litteraturen har man de senaste tio åren ägnat mycket uppmärksamhet åt det sk trovärdighetsproblemet, som bl a yttrar sig i att det kan vara rationellt att förvänta sig hög inflation. Om arbetstagare och arbetsgivare tex kom överens om låga löneökningar på grund av förväntningar om låg inflation skulle statsmakterna ha incitament att driva upp inflationen för att få ner reallönerna och öka sysselsättningen. Politikerna (och eventuellt även samhället i övrigt) antas nämligen ha mål både för sysselsättning och inflation. Vid låg inflation

<sup>3</sup> Studien av Nessén [1992], som *Figur 1* är hämtad från, tyder liksom en rad andra studier på att köpkraftsparitet *inte* håller *exakt* i flera fall. *Figur 1* åskådliggör både att köpkraftsparitet inte håller exakt (den reala växelkursen är inte konstant) och att det ändå kan vara en god approximation på lång sikt (avvikelserna är små i förhållande till den nominella växelkursens svängningar och tenderar att försvinna med tiden).

<sup>4</sup> Se Fischer & Modigliani [1978] och Laidler [1992] för diskussioner av inflationens kostnader.

är frestelsen att driva ner reallöner och öka sysselsättningen genom oförväntad inflation stor. Resonemanget bygger på antagandet att de nominella lönerna är trögrörliga på kort sikt, vilket är realistiskt. Detta är *en* kanal genom vilken penningpolitiken kan få åtminstone temporära reala effekter.

Endast vid så pass hög inflation att sysselsättningsvinsterna skulle uppvägas av kostnaderna för ytterligare ökad inflation, föreligger inga incitament för politikerna att avvika från inflationsmålet. Alltså förväntar man sig hög inflation, vilket också blir resultatet.

Om statsmakterna trovärdigt kunde binda sig vid en politik inriktad på låg inflation skulle inflationen kunna sänkas. Trovärdighet är förutsättningen för att en låginflationspolitik skall kunna bedrivas utan negativa sysselsättningskonsekvenser. Blir inflationen lägre än väntat, blir reallönerna högre än planerat och arbetslösheten därmed också högre.

Som påpekats ovan innebär inflation att pengarnas funktion som bytesmedel och räkneenhet försämras. Trovärdighetsproblemet ger en förklaring – utöver argumentet om optimala skatter – till varför inflation ändå kan uppstå. På grund av trovärdighetsproblemet kan inflationen bli onödigt hög på så sätt att den inte leder till lägre arbetslöshet i genomsnitt, på sikt. Såväl empiriska observationer som ekonomisk teori talar för att det inte finns något långsiktigt samband mellan inflation och arbetslöshet.

Eftersom vinsterna med hög inflation i form av ökad sysselsättning bara kan förväntas vara temporära, kan det tänkas att framtida kostnader (försämrade bytesmedelsfunktion) är tillräckligt stora för att lägga band på politikernas inflationsvilja. Skulle inte detta räcka, har det föreslagits att politikerna borde försöka skapa trovärdighet för en låginflationspolitik genom att "binda sig vid masten", vilket i detta sammanhang innebär att man genom lagstiftning minskar politikernas

möjligheter, eller ökar deras kostnader, för att avvika från inflationsmålet. Ett tänkbart sätt vore att öka såväl Riksbankens ansvar för inflationen som dess oberoende gentemot politikerna, vilket den sk Riksbanksutredningen (SOU 1993:20) nyligen föreslagit. Detta är också en viktig beståndsdel i planerna på en europeisk monetär union.

## För låg inflation

Men inflationen kan som sagt också bli för låg, vilket kanske är svårare att acceptera. Att stabilisera prisnivån kan emellertid under vissa omständigheter medföra samhällsekonomiska kostnader. Vid vissa typer av störningar uppkommer sk stagflation, dvs prisnivån stiger samtidigt som BNP faller. Vi kallar detta för negativa utbudschocker. Produktivitetstörningar och prishöjningar på importerad olja är ett exempel på sådana störningar. Om statsmakterna vid en negativ utbudschock bestämmer sig för att bromsa prisökningarna och bedriver en kontraktiv politik finns det en uppenbar risk att fallet i BNP förstärks. Det är i denna bemärkelse som inflationen kan bli för låg: ju större ambitioner vad gäller prisstabilisering, desto större reala fluktuationer vid utbudschocker.

Detta teoretiska argument för att inflationen kan bli för låg är logiskt oantastligt, eller åtminstone inte mera ologiskt än trovärdighetsargumentet för att den kan bli för hög. Båda argumenten går att härleda från samma teoretiska grundmodell. En viktig förutsättning bakom trovärdighetsargumentet är att det inte finns något *långsiktigt* samband mellan å ena sidan inflation och å andra sidan sysselsättning, arbetslöshet eller tillväxt. Däremot kan vi, enligt resonemanget ovan, förvänta oss ett samband mellan genomsnittlig inflation och *variansen* i sysselsättning och produktion.

I en jämförelse av makrodata från 17 OECD-länder, finner Alesina & Sum-

mers [1993] att den genomsnittliga inflationen är lägre i länder med mer oberoende centralbanker, utan att genomsnittlig tillväxt eller sysselsättning fordensskull är lägre. Anmärkningsvärt nog finner man inte att en högre grad av oberoende (och lägre inflation) skulle vara förknippat med större reala svängningar. Detta tyder på att rädslan för att inflationen skulle kunna bli för låg kan vara obefogad. Noggrannare studier torde dock krävas innan detta argument helt kan avvisas. Det finns betydande mätproblem vad gäller att hitta relevanta mått på de reala svängningarna (problemet är att urskilja cykler och trender) och på centralbankers oberoende, liksom att uppskatta vinsterna med låg inflation.

### Optimala inflations- och växelkursområden

Vad som ovan sagts om inflation och penningpolitik går att överföra helt och fullt till frågor om växelkurser och valutapolitik. Frestelsen att inflatera motsvaras i en liten öppen ekonomi av en frestelse att devalvera. Med trögörsliga nominella priser och löner kan nominella växelkursförändringar påverka såväl reallöner som reala växelkurser.<sup>5</sup> Trovardighetsproblemet handlar då om den bristande trovärdigheten för en fast växelkurspolitik. Att delta i ett internationellt valutasamarbete skulle kunna vara ett komplement eller substitut till att göra Riksbanken mera oberoende. Argumentet om att inflationen kan bli för låg kan översättas till argumentet att valutan kan bli för mycket värd. Att devalvera kan vara ett optimalt sätt att bemöta en negativ utbudsschock.

Lagom är alltid bäst, vilket alltså skulle kunna gälla även nivån på inflationen och växelkursen. Den intressanta frågan blir då om samma inflationstakt är lagom för alla länder. En grupp av länder som är tillräckligt lika för att finna samma inflationstakt vara lagom kan enas om fasta växelkurser. Vad som bedöms som lagom

beror på vilka störningar ett land utsätts för (har utbudsstörningar stora effekter eller inte?); ekonomins anpassningsförmåga (är arbetskraft och löner lättörsliga, eller behövs växelkursjusteringar för att rätta till obalanser?); och inte minst vilka mål man har för den ekonomiska politiken (hur värderas inflation i förhållande till kortsiktiga variationer i produktion och sysselsättning?). Länder som är lika i dessa avseenden bör kunna enas om att bilda ett gemensamt valutaområde.

Vi har inte många exempel på helt fritt flytande valutor, dvs valutor som inte är föremål för några som helst interventioner från statsmakternas sida. Vi har heller inte upplevt många försök till fullständigt fasta kurser, dvs valutaunioner, omfattande flera politiskt oberoende länder. Vad vi ser är system av mer eller mindre rörliga eller "fasta men justerbara" valutakurser. Uppenbarligen har fördelarna med fasta växelkurser upplevts som så viktiga att olika länder gång på gång försökt samlas kring någon gemensam valutapolitik. Å andra sidan har man inte kunnat underordna sig kravet på en gemensam inflationstakt, vilket inneburit att man av "konkurrenskraftsskäl" (ohållbara reala växelkurser) tvingats till justeringar av valutakurserna då och då. Penningpolitiska regler med undantagsklausuler av detta slag kan mycket väl vara optimala.<sup>6</sup> Det är sålunda möjligt att tex "det gamla" EMS (fram till slutet av 1980-

<sup>5</sup> Av *Figur 1* kan man se att fluktuationerna i den nominella växelkursen visserligen är mycket kraftigare än i den reala, men också att de båda variablerna är korrelerade. Toppnoteringar för den nominella växelkursen (1976 och 1985) motsvaras av toppar i den reala (dvs ovanligt stora avvikelser från köpkraftsparitet).

<sup>6</sup> Se Lohmann [1992]. Obstfeld [1991] och Eichengreen & Wyplosz [1993] diskuterar en del teoretiska och praktiska problem med sådana undantagsklausuler.

talet) var en optimal kompromiss mellan behovet av trovärdighet och flexibilitet.

## Vad händer i Sverige och Europa?

Vad leder då dessa resonemang till när det gäller att dra slutsatser för Sveriges – ja, hela Europas – vaxelkurspolitik idag? Mycket talar för att skillnaderna mellan EGs olika länder är alltför stora för att EG skulle utgöra ett "optimalt valutaområde". Händelseutvecklingen under det senaste året visar på stora olikheter, inte minst vad gäller målen för den kortsiktiga stabiliseringspolitiken. Mot bakgrund av den diskussion jag här fort, är problemen inom EMS och svårigheterna att få EMU till stånd inte oväntade. Vad som är förvånande är att argumenten för en europeisk monetär union inte utsattes för skarpare kritik från europeiska ekonomer (amerikanska ekonomer har förhållit sig mer skeptiska). Mot bakgrund av att det framförallt tycks ligga politiska – och inte ekonomiska – motiv bakom EMU-planerna är det också förvånande att den politiska viljan att ta itu med problemen inte varit större. Historien lär dock upprepa sig, och vi kommer att få se många nya initiativ till fördjupat valutasamarbete i framtiden, inom EG såväl som mellan EG och länderna utanför EG.

Många hävdar att det finns en kärna av länder kring Tyskland som skulle kunna bilda ett "optimalt valutaområde", vilket inte verkar osannolikt. Om först de olika delstaterna i Västtyskland och sedan Västtyskland och Östtyskland finner fördelarna med ett gemensamt valutaområde överväga nackdelarna, varför skulle inte också Benelux-länderna och Österrike kunna ingå i detta valutaområde? Ju längre gränserna för valutaområdet utsträcks, desto mindre effektivt blir sannolikt valutaområdet. Om EMS lever vidare i sin tidigare form bör en anknytning till detta system dock vara attraktivt för Sverige, dels som en kompromiss mellan trovärdighet och flexibilitet, dels som ett na-

turligt led i ett EG-medlemskap. Nackdelen med EMS, liksom med ecu-knytningen, är att variationerna i kron/dollarkursen kan bli stora, med allvarliga konsekvenser för delar av svenskt näringsliv. (De olika EMS-ländernas olika beroende av dollarn har också framförts som en förklaring till det senaste årets problem på valutamarknaderna.) Den gamla valutakorgen var ur denna synvinkel bättre, men var kanske inte tillräckligt fast från trovärdighetssynpunkt. (Den var dock inte mindre fast än knytningen till ecun, som ju också var ett ensidigt svenskt åtagande.)

Det är anmärkningsvärt hur snabbt olika argument förlorar eller vinner anhängare i den ekonomisk-politiska debatten. Före (och under) den svenska valutakrisen hösten 1992 hävdade många svenska ekonomer att en flytande krona var helt otänkbart. Numera tycks det vara en vanlig uppfattning att växelkursen antingen måste vara "helt fast" eller "flyta fritt". Detta argument är svårt att förstå. Som ovan konstaterats finns det knappast några exempel på "helt fasta" eller "fritt flytande" växelkurser. (Ett EMU skulle ju inte vara fast gentemot dollar och yen; och argument för interventioner på valutamarknaden förekommer i alla länder med flytande kurser, inte minst Sverige.) Vad jag tror har blivit helt uppenbart är att en fast (låt vara justerbar) kronkurs måste stödjas genom något internationellt samarbetsavtal. Ett land kan inte ensamt hålla kursen mellan två valutor fast, men de två länderna tillsammans kan *alltid* göra det; med tillgång till sedelpressarna kan man åstadkomma vilket relativpris mellan valutorna man vill. Även om det vore allra bäst om kronan ingick i ett samarbete som också inkluderade dollarn, är det inte troligt att ett sådant alternativ står till buds. Många verkar nu dra slutsatsen att kronans kurs därför borde fortsätta flyta. Det finns emellertid starka argument mot en sådan lösning. En liten valutas värde som bytesmedel och räkneenhet



skulle kunna urholkas vid flytande kurs, och trovärdighetsproblemet skulle kunna medföra alltför hög inflation.

Svaret på frågan om växelkurserna bör vara fasta eller rörliga är alltså enligt min mening att de helst bör vara fasta och rörliga, tex som inom EMS under 1980-talet, då valutorna justerades i små steg och genom internationella överenskommelser. Att denna möjlighet står till buds med dagens fria kapitalrörelser är dock inte säkert; se Eichengreen & Wyplosz [1993] för en utförligare diskussion. För att inte självuppfyllande spekulationer skall kunna bryta sönder ett system med fasta men justerbara kurser krävs att de länder som ingår i valutasamarbetet verkligen kan enas kring målen och medlen för den ekonomiska politiken. Därmed är vi tillbaka där vi började: frågan om den önskvärda graden av penningpolitiskt oberoende kan inte frikopplas från frågan om hur stort det nationella oberoendet bör vara även på andra områden. Det bör noteras att kraven på politisk enighet inte är mindre (utan förmodligen större) i en valutaunion än i ett system med justerbara kurser. Tror man att en valutaunion är möjlig borde man därför också se ett omfattande samarbete kring fasta men justerbara kurser som en möjlighet – såvida inte valutaunionen betraktas som ett medel för att tvinga fram ett politiskt samarbete. Sådana tankar kan skönjas i EMU-diskussionerna, men de är, enligt min mening, knappast acceptabla ur demokratisk synvinkel.

## Slutord

Att säga att växelkurser helst bör vara både fasta och rörliga, att en sådan lösning inte sakert är möjlig och att allt hänger på frågan om hur omfattande den politiska integrationen mellan länder bör vara, är kanske inte ett tillräckligt bestämt svar på frågan huruvida växelkurserna bör vara fasta eller rörliga. Det är dock, enligt min mening, det bästa svar en

ekonom kan ge. Att svaret blir så svävande beror på att frågan rör så många svåra problem: fördelar av internationellt samarbete skall vägas mot nackdelar av minskat nationellt oberoende, vinsterna av ett effektivt fungerande betalningssystem skall vägas mot kostnaderna för minskad stabiliseringspolitisk handlingsfrihet, etc. Politiker och väljare kan inte förvänta sig att ekonomer skall kunna ge mer än vägledning för ett eget ställningstagande till dessa frågor.

## Referenser:

- Alesina, A & Summers L, [1993], "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance". *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 25, s 151–162.
- Cooley, T F & Hansen G D, [1990], "The Welfare Costs of Moderate Inflation". Working Paper No 266, Rochester Center for Economic Research, University of Rochester.
- Eichengreen, B & Wyplosz C, [1993], "The Unstable EMS". CEPR Discussion Paper No 817.
- Fischer, S & Modigliani F, [1978], "Towards an Understanding of the Real Effects and Costs of Inflation". *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol 114, s 810–833.
- Friedman, M, [1953], "The Case for Flexible Exchange Rates". I Friedman M, *Essays in Positive Economics*. University of Chicago Press, s 157–203.
- Laidler, D, [1993], "Price Stability and the Monetary Order". I Shigehara K, (red), *Price Stabilization in the 1990s*. MacMillan Press, London.
- Lohmann, S, [1992], "Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility". *American Economic Review*, vol 82, s 273–286.
- Nessén, M, [1992], "Common Trends in Prices and Exchange Rates. Tests of Long-Run Purchasing Power Parity". Working Paper No 37, Department of Finance, Stockholm School of Economics.
- Obstfeld, M, [1991], "Destabilizing Effects of Exchange-Rate Escape Clauses". NBER Working Paper No 3603.
- SOU 1993:20, *Riksbanken och prisstabiliteten*. Allmänna Forlaget, Stockholm.