

## Målzoner – en genväg till stabilare växelkurser?\*

*Efter att Bretton Woods-systemet med fasta växelkurser bröt samman i början av 1970-talet har växelkursfluktuationerna stundtals varit betydande. Claudio Vedovato redogör här för rörliga växelkursers effekter på ekonomin. Han diskuterar det aktuella förslaget att med s k målzoner öka stabiliteten i växelkurssystemet.*

Efter Bretton Woods-systemets sammanbrott i början av 1970-talet har flera av de viktiga valutorna flutit gentemot varandra. Olika förslag om fastare växelkursarrangemang har emellertid förts fram av ekonomer och politiker. Dollarns uppgång och fall under 1980-talet och den därmed sammanhängande oron på valutamarknaden har aktualiserat frågan om en reformering av det internationella valutasytemet. Det senaste "nygamla" förslaget är införandet av s k "målzoner" (target zones) för växelkurserna. Enligt många bedömare har dylika "målzoner" varit vägledande för de stora industriländernas interventioner på valutamarknaden under 1987. I följande artikel diskuteras huruvida en reformering av det internationella växelkurssystemet är önskvärd. Inledningsvis belyses hur det nuvarande systemet fungerat. Därefter redovisas argument för och emot användandet av målzoner.

### De viktigaste valutorna flyter

Under Bretton Woods-systemet förband sig Internationella valutafondens medlemmar att hålla växelkurserna vid överenskomna parivärden och att inte tillåta kursen att ändras mer än en procent över eller under pari. I det nuvarande systemet ges medlemsländerna i det närmaste total frihet att välja växelkursarrangemang. Den enda restriktionen är att om ett land väljer en fast kurs skall inte riktmarket vara guld.

Medlemsländerna har också valt ett stort antal olika växelkursarrangemang. Fortfarande överväger de fasta växelkurserna. Enligt Valutafondens klassificering väljer för närvarande 89 länder "fast" (pegged) växelkurs. Flertalet av dessa länder (52) väljer en enskild valuta (främst dollar) som riktmärke, men ett ökande antal binder sin valuta till en valutakorg.<sup>1</sup> Tretton länder har växelkursarrangemang som karakteriseras av begränsad flexibilitet (limited flexibility) gentemot en enskild valuta eller inom ramen för ett valutasamarbete (Europeiska

*Fil dr CLAUDIO VEDOVATO är verksam vid Finansdepartementets internationella enhet. Hans forskning har huvudsakligen avsett utvecklingsökonomi.*

\* Jag har erhållit värdefulla kommentarer från Carl Hampus Lyttkens. De åsikter som framförs i uppsatsen är uteslutande mina egna och sammanfaller inte nödvändigtvis med Finansdepartementets.

<sup>1</sup> Den svenska kronans korgarrangemang rubriceras som fast (pegged) i Valutafondens klassificering. IMF [1987] s 23-25.

Monetära Systemet, EMS). Övriga 49 länder har "mer flexibla" arrangemang. Inom denna grupp har 20 länder helt flytande växelkurs (independently floating). Till de senare hör den amerikanska dollarn, den kanadensiska dollarn, pundet och yenen.<sup>2</sup>

Det är således en varierad bild som framkommer. Å ena sidan överträffar antalet fasta valutor antalet flytande. Å andra sidan har världens ledande handelsnationer inte fasta växelkurser. Deras växelkursarrangemang kännetecknas av begränsad flexibilitet (Forbundsrepubliken Tyskland, Frankrike, Italien) eller flytande växelkurser (Förenta staterna, Japan, Storbritannien). Mellan två tredjedelar och fyra femtedelar av världshandeln sker i flytande valutor (Solomon [1983]).

Det faktum att medlemsländerna valt ett sådant spektrum av olika växelkursarrangemang antyder att den optimala graden av växelkursflexibilitet varierar från land till land beroende på skillnader i exempelvis ekonomisk struktur (IMF [1984b]). Mindre länder har i större utsträckning än stora länder fasta växelkurser.

### Hur har det nuvarande växelkurssystemet fungerat?

Under Bretton Woods-systemets dagar hävdade de som var kritiska mot flytande växelkurser att under ett dylikt system skulle växelkurserna uppvisa betydande fluktuationer. Anhängarna av flytande kurser hävdade istället att stabiliserande spekulation skulle utjämna växelkursfluktuationerna. Enligt de senare skulle således ett växelkurssystem med rörliga växelkurser inte nödvändigtvis leda till kraftiga växelkursfluktuationer utöver sådana som motiveras av "grundläggande" ekonomiska förhållanden.

Efter ungefär 15 års erfarenhet av flytande växelkurser kan man konstatera att fluktuationerna blivit mycket större än

vad anhängarna av flytande kurser hade förväntat sig. Förändringar av nominella växelkurser har varit betydligt större än skillnaderna i inflationstakt vilket implicerar att påtagliga variationer av *reala* växelkurser har ägt rum. Växelkursfluktuationerna har varit speciellt markanta på kort sikt. Dessutom tycks det under den här perioden inte ha funnits någon tendens för växelkursfluktuationerna att avta över tiden.

Vilken betydelse har då växelkurssystemet och växelkursfluktuationerna haft för den ekonomiska utvecklingen? Har det nuvarande systemet fungerat bättre eller sämre än det föregående systemet baserat på fasta växelkurser? Den makroekonomiska utvecklingen har under den senaste 15-årsperioden varit klart sämre än utvecklingen under det decennium som föregick Bretton Woods-systemets sammanbrott. BNP-tillväxten har varit lägre, inflationen och arbetslösheten högre. Av detta kan man emellertid inte dra slutsatsen att det är det nuvarande växelkurssystemet som fungerat sämre. Man måste exempelvis ha i åtanke att vi under den senare perioden genomlevt två omgångar av kraftigt höjda oljepriser.

Andra faktorer såsom försämrad funktion för faktormarknader, högre marginalskatter, långsammare strukturomvandling till följd av statliga interventioner etc har sannolikt också bidragit till en sämre makroekonomisk utveckling under perioden (se exempelvis Lindbeck [1983]). Regeringarnas garanti för full sysselsättning under 1950- och 1960-talen har också enligt många bedömare menligt inverkat på löne- och prisbildning under 1970- och 1980-talen. Man utgår då ifrån att fackföreningar och företag kan ha ett aggressivt beteende vad gäller löne- och

<sup>2</sup> Dessa beskrivs som "essentially market determined". Under den senaste tiden har flera av dessa valutor varit föremål för ett stort inslag av styrning från myndigheterna.

prissättning då de vet att regeringar ackommoderar alla kostnadsstegringar med expansiv ekonomisk politik.

Jag skall nedan diskutera det nuvarande växelkurssystemets funktion utifrån fyra aspekter:

- Har systemet underlättat eller försvårat den makroekonomiska politiken?
- I vilken utsträckning har systemet bidragit till att minska externa obalanser?
- Hur har det nuvarande valutasystemet påverkat volymen på den internationella handeln?
- Hur robust och flexibelt är systemet inför exogena störningar?

### Ekonomisk politik

Sambandet mellan växelkurssystemet och den makroekonomiska politiken har flera dimensioner. För det första råder det delade meningar om sambandet mellan typ av växelkursarrangemang och den ekonomiska politikens *utformning*. För det andra kan den ekonomiska politiken få olika *effekt* beroende på vilken typ av växelkurspolitik som förs.

Ett traditionellt argument för fasta växelkurser har varit att dessa ingjuter *disciplin* i den ekonomiska politiken (för en genomgång av argument för och emot fasta växelkurser, se exempelvis Södersten [1978] och [1980]). Detta argument baseras på antagandet att bytesbalansen fungerar som restriktion för den ekonomiska politiken. Den ekonomiska politiken kan då inte vara alltför inflationsdrivande, eftersom detta skulle tvinga fram en devaluering, något som allmänheten påstås uppfatta mycket negativt.

Den politiska kostnaden för en devaluering är emellertid kanske inte så stor som ofta hävdas. Under Bretton Woods-systemet genomfördes ett flertal devalueringar och också inom det europeiska valutasamarbetet, EMS, har ett flertal växelkursjusteringar gjorts. "Public choice"-litteraturen antyder att endast tradi-

tionella inhemska makroekonomiska variabler (inflation, realinkomstutveckling, arbetslöshet) påverkar väljarbeteendet. Dessutom tycks väljarna ha kort minne. Jag återkommer till frågan om sambandet mellan den ekonomiska politikens utformning och valet av växelkursarrangemang i samband med diskussionen om målzoner nedan.

Rörliga växelkurser har ansetts ge myndigheterna större kontroll över penningmängden samt öka penningpolitikens effektivitet vad gäller att styra den samlade efterfrågan i ekonomin. Under Bretton Woods-systemets dagar visade det sig i det närmaste omöjligt att förena fasta växelkurser, fria kapitalrörelser och självständig penningpolitik. Ett land som försöker föra en restriktiv penningpolitik får ett kapitalinflöde vilket tvingar landet att stödköpa utländsk valuta för att upprätthålla den fasta växelkursen. Detta leder i sin tur till ytterligare kapitalinflöde etc. Även om man kan påverka fördelningen mellan inhemsk och utländsk komponent av penningmängden är det således svårt att styra *nivån*.

Studier visar också att under Bretton Woods-systemet hade flera länder, bl a Förbundsrepubliken Tyskland, stora svårigheter att styra penningmängden (se exempelvis Hickman & Sleicher [1978]).

Under ett system med rörliga växelkurser förväntas den penningpolitiska självständigheten öka eftersom det inte finns något behov av att intervensera på valutamarknaden för att upprätthålla växelkursen. Under perioden efter Bretton Woods-systemet har denna självständighet emellertid inte varit så påtaglig. Detta hänger bl a samman med att växelkurserna i praktiken inte tillåtit att röra sig helt fritt. Växelkurserna har varit föremål för styrning i vissa lägen vilket minskat handlingsfriheten för penningpolitiken.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Detta gäller i synnerhet utvecklingen under de senaste två åren. Jämför not 2

Skillnaden i förmågan att styra penningmängden under Bretton Woods-systemet och under det nuvarande systemet tycks därför ha varit begränsad.<sup>4</sup>

Inte heller vad gäller penningpolitikens *effekt* på den samlade efterfrågan i ekonomin tycks valet av växelkurssystem vara så avgörande som man tidigare trott. Den klassiska Fleming-Mundell-modellen visar bl a att en given ökning av penningmängden får en större effekt på nationalinkomsten under rörliga än under fasta växelkurser (Fleming [1962] och Mundell [1968]). Argumentet är att under flytande växelkurser leder en ökning av penningmängden till en tillfällig räntenedgång vilket inducerar ett kapitalutflöde. Kapitalutflödet leder till en depreciering av valutatan, förbättrad konkurrenskraft och förbättrad nettoexport.

Detta resonemang har visat sig ha flera svagheter. Exempelvis är sambandet mellan växelkursförändring och ändrad konkurrenskraft inte så starkt som man tidigare utgått ifrån. En depreciering leder, speciellt i de mindre ekonomierna, till kompenserande löneökningar vilket urholkar förbättringen av konkurrenskraften. Förbättringar av konkurrenskraft får inte heller någon snabb effekt på det deprecierande landets handelsbalans. Eftersom handelsvolymerna påverkas med en tids eftersläpning, medan priser förändras snabbare tenderar handelsbalansen initialt att försämrans (den s k J-kurveffekten).

### Makroekonomiska effekter

Förespråkare för fasta växelkurser har hävdat att rörliga kurser kan vara inflationsdrivande på grund av asymmetri vad gäller anpassningen av prisnivån till en appreciering respektive en depreciering. Eftersom priser antas vara stela nedåt får en appreciering ingen eller ringa effekt på prisnivån, medan en depreciering leder till högre priser.

Även om denna tanke intuitivt kan sy-

nas rimlig har det emellertid varit svårt att finna empiriskt belägg för den. Exempelvis tycks antagandet om att inhemska priser inte faller vid en appreciering motsägas av verkligheten.<sup>5</sup> Man har inte heller kunnat påvisa något samband mellan växelkursvariationer och inflation av det ovan nämnda slaget (se exempelvis IMF [1984a]). Det har också hävdats att rörliga växelkurser kan leda till högre arbetslöshet. Kortsiktiga fluktuationer kan leda till att arbetskraft flyttar fram och tillbaka mellan den konkurrensutsatta och den skyddade sektorn vilket kan medföra högre friktionsarbetslöshet. Genom längre perioders avvikelser från "jämviktscursen" (misalignment) kan rörliga kurser också öka strukturarbetslösheten.

Beträffande den första punkten kan man invända att ekonomiska aktörer efter en viss erfarenhet av rörliga växelkurser sannolikt inte låter sitt beteende styras av kortsiktiga fluktuationer. Även om det är svårt att skilja på kortsiktiga och permanenta växelkursförändringar är byte av arbete, ort etc förknippat med vissa trögheter vilket torde bidra till att begränsa en ökning av friktionsarbetslösheten. Enligt exempelvis Maurice Obstfeld finns inte heller några direkta belägg för att kortsiktiga fluktuationer har varit skadliga (Obstfeld [1985], s 372).

Huruvida längre perioders "kursavvikelser" kan generera problem av ovan nämnt slag är mera oklart. Pundets reala appreciering mellan 1977 och 1981 tycks ha bidragit till ökad arbetslöshet i Storbritannien (IMF [1984b], s 20-21). Effekten av den kraftiga dollarapprecieringen fram till början av 1985 är däremot inte enty-

<sup>4</sup> Swoboda [1983] finner ingen ökad penningpolitisk självständighet under perioden 1973-81 jämfört med perioden 1963-72.

<sup>5</sup> Utvecklingen i Japan och Förbundsrepubliken Tyskland under den senaste tiden, apprecierande valutor och fallande priser, undergraver ytterligare detta argument.

Tabell 1 Bytesbalanssaldo som andel av BNP.

	Genomsnitt*		
	1963-72	1973-82	1980-85
<i>Större länder</i>			
Förenta staterna	0,3	0,1	-0,9
Canada	-0,9	-1,3	-0,3
Japan	0,8	0,2	1,4
Västtyskland	0,5	0,2	0,3
Italien	1,9	-0,9	-1,4
Storbritannien	0,2	-0,2	1,1
Frankrike	-0,2	-0,2	-1,5
Ovägt genomsnitt	0,7	0,5	1,0
Ovägt genomsnitt för 8 mindre länder**	1,1	2,4	2,4

\* Genomsnitt för enskilda länder tar hänsyn till saldots tecken. Gruppgenomsnitt är baserade på absoluta värden för landernas genomsnitt.

\*\* Australien, Danmark, Finland, Sverige, Spanien, Holland, Norge, Österrike.

Källa: För perioden 1963-72 och 1973-82 IMF [1984b], s 27, för perioden 1980-85 OECD [1987], s 69.

dig. Visserligen minskade sysselsättningen i den amerikanska industrin mellan 1979 och 1983 men den ökade igen 1984, med nästan 6 procent. Växelkursutvecklingen tycks inte kunna förklara utvecklingen av sysselsättningen i industrin som andel av den totala sysselsättningen. (Industrin används i detta sammanhang som "proxy" för den konkurrensutsatta sektorn. Se Obstfeld [1985], s 379-382).

### Växelkurssystemet, den externa balansen och världshandelns utveckling

Enligt förespråkare för ett system med rörliga växelkurser skulle valutaförändringar automatiskt generera extern jämvikt. Idag vet vi att det inte är så enkelt. Som nämnts ovan svarar handelsvolymerna relativt långsamt på förändringar i konkurrenskraft, samtidigt som växelkursförändringar inte nödvändigtvis får så stor effekt på konkurrenskraften. Hur de ex-

terna obalanserna för de viktigare industriländerna har utvecklats visas i *Tabell 1*.

För de sju stora industriländerna sammanfattade minskade obalanserna under perioden 1973 till 1982 jämfört med den föregående 10-årsperioden. Samtidigt ökade obalanserna för de mindre länderna som i större utsträckning haft fasta växelkursarrangemang. Mot bakgrund av denna utveckling kan man knappast, som en del gjort, hävda att övergången till rörligare växelkurser lett till större betalningsobalanser. Tar man hänsyn till de kraftiga terms of trade-förändringarna under 1970-talet och den ökade skillnaden i inflationstakt mellan olika länder tycks det tvärtom som om rörliga växelkurser kan ha bidragit till att reducera obalanserna under perioden.

Under 1980-talets första halft har emellertid obalanserna ökat för de stora industriländerna. Den viktigaste faktorn bakom denna utveckling är den stora skillnaden i ekonomisk politik mellan

Förenta staterna, å ena sidan, och övriga stora industriländer, å den andra. Mellan 1980 och 1985 motsvarade den ackumulerade positiva effekten av finanspolitiken i Förenta staterna 4,2 procent av landets BNP, medan finanspolitiken i de övriga sex stora länderna sammantagna hade en kontraktiv effekt motsvarande 3,2 procent av dessa länders BNP (Obstfeld [1985], s 384). De mindre länderna har fortfarande större obalanser än de stora länderna.

Under perioden 1973 till 1986 var världshandelns tillväxt ungefär hälften så stor som den varit under den föregående 10-årsperioden. Denna utveckling har av en del tolkats som om rörliga växelkurser hämmat den internationella handeln. Att osäkerhet om växelkursutvecklingen i ett system av rörliga kurser utgör en hämsko på handeln är ett klassiskt argument mot rörliga växelkurser. Det har emellertid visat sig svårt att på ekonomisk grund visa att rörliga växelkurser fått denna effekt. Det tycks däremot finnas ett mycket starkt samband mellan ekonomisk tillväxt och världshandelsvolymens ökning. Den lägre tillväxttakten för världshandeln under perioden efter 1973 kan därför till stor del förklaras av den lägre ekonomiska tillväxten.

I ekonomiska skattningar utförda av Valutafondens stab har man inte funnit några belägg för att växelkursvolatilitet skulle ha inverkat menligt på den internationella handelns utveckling.<sup>6</sup> Andra studier kommer till samma slutsats (se Obstfeld [1985]). Man har inte heller kunnat påvisa att osäkerhet om växelkursutvecklingen skulle ha hämmat investeringsaktiviteten.

## Valutasystemet och exogena störningar

Flera bedomare menar att det nuvarande valutasystemets förmåga att klara av exogena störningar har varit anmärkningsvärt god. Två omgångar av kraftigt hojda

olja priser, stora förändringar av den ekonomiska politiken i flera länder, påtagliga skillnader mellan olika länder vad gäller exempelvis inflationstakt och penningpolitik, och flera allvarliga regionala konflikter hör till de exogena störningar som kännetecknat den senaste 15-årsperioden. Enligt bl a Valutafondens stab har dessa störningar kunnat "ackommoderas" av växelkurssystemet i den bemärkelsen att inga allvarliga störningar skett i handelssystemet (IMF [1984 b], s 45-46). I denna turbulenta miljö kan mycket väl det system med stort inslag av rörliga kurser som vi haft vara det *enda* system som hade kunnat fungera kontinuerligt enligt Valutafonden. Av samma åsikt är OECDs förre generalsekreterare, Emile van Lennep, som hävdar att växelkursflexibiliteten mellan de största ländernas valutor har gjort det lättare för världsekonomin att "absorbera" de två oljekriserna och skillnaderna i inflations-takt mellan olika länder (OECD [1984]). Liknande argument framförs av Obstfeld som menar att eftersom störningarna huvudsakligen varit av "real" natur, genererade från varumarknaden, har flytande växelkurser varit till stor fordel.<sup>7</sup>

## Behöver växelkurssystemet reformeras?

Man får inte göra misstaget att blanda ihop den otillfredsställande makroekonomiska utvecklingen under perioden med rörliga växelkurser med *effekten* av växelkurssystemet. Jag tycker det finns skäl att påstå att växelkurssystemet efter 1973 fungerat relativt väl. Erfarenheten

<sup>6</sup> IMF [1984a]. Fonden påpekar dock att man av de ekonomiska resultaten inte helt kan uteluta att ett samband ändå finns. Skattningarna är exempelvis kansliga för val av variabilitetsmått.

<sup>7</sup> Obstfeld [1985], s 371. Om störningarna däremot haft sitt ursprung i "tillgångsmarknader" (asset markets) skulle fasta växelkurser möjligtvis ha haft en stabiliserande verkan enligt Obstfeld.

av rörliga växelkurser visar emellertid att dessa på intet sätt varit så effektiva som systemets anhängare tidigare trott och hävdad. Erfarenheten visar också att valet av växelkurssystem inte är så avgörande för den ekonomiska utvecklingen som ibland gjorts gällande. Utvecklingen visar dessutom att disciplinerad och internationellt samordnad ekonomisk politik är önskvärd oavsett val av växelkurssystem.

Speciellt utvecklingen under 1980-talet understryker nödvändigheten av "god" makroekonomisk politik. De stora externa obalanserna mellan de stora länderna och dollarkursens upp- och nedgång är, som nämnts ovan, till stor del en konsekvens av en kraftig expansiv finanspolitik i Förenta staterna samtidigt som en kontraktiv finanspolitik förts i övriga stora industriländer sammantaget. Trots detta är det ofta växelkurssystemet som kommit i skottgluggen och önskemål om fastare växelkursarrangemang framförs från olika håll. Exempelvis har den franske finansministern Edouard Balladur hävdad att det nuvarande växelkursystemet fått "katastrofala" konsekvenser för världsekonomin. Vid Internationella valutafondens årsmöte i september 1987 föreslog Storbritanniens finansminister Nigel Lawson ett fastare växelkursarrangemang mellan de viktigaste valutorna.

Ett mycket omdiskuterat förslag är införandet av målzoner (target zones) för växelkurserna. Det talas om att en tyst överenskommelse om dylika målzoner varit vägledande för de interventioner på valutamarknaderna som centralbankerna i de viktigaste industriländerna gjort under den senaste tiden.

Det har presenterats olika förslag över hur ett system med målzoner skulle se ut. Förslagen har dock i allmänhet gemensamt att 1. myndigheterna bestämmer zoner för växelkurserna under en viss tidsperiod och 2. myndigheterna skall noggrant följa växelkursens utveckling och föra en penningpolitik som gör det möj-

ligt att hålla växelkursen inom målzonen (för en utförligare diskussion om målzoner se Frenkel & Goldstein [1985]). För övrigt kan man tänka sig olika utformning av systemet med avseende på 1. zonernas vidd, 2. hur ofta och i vilken situation zonerna skall ändras, 3. huruvida zonerna skall vara hemliga (endast kända för myndigheterna) eller offentliga och 4. graden av förpliktelse för myndigheterna att hålla växelkursen inom zonen.

### Varför målzoner?

Argumenten för målzoner påminner i stor utsträckning om argumenten för fasta växelkurser. Det främsta skälet för ett nytt växelkurssystem är enligt förespråkarna för målzoner att det nuvarande systemet visat stora brister och att en övergång till ett system med målzoner skulle överkomma dessa brister.

Den främsta bristen hos det nuvarande systemet anses vara att växelkursfluktuationerna har varit kraftiga och oförutsägbara. Detta påstås ha genererat osäkerhet och hämmat investeringarna. Växelkurserna för de största ländernas valutor har kännetecknats av att de under längre tid avvikit från "fundamentala" ekonomiska förhållanden (misalignment) vilket fört med sig negativa effekter för resurallokering, sysselsättning m m. Den makroekonomiska politiken i de stora industriländerna har kännetecknats av brist på samordning bl a till följd av avsaknaden av bindande överenskommelser om växelkurserna.

På vilket sätt skulle målzoner för växelkurserna bidra till att mildra dessa problem? Målzoner anses kunna utgöra riktvärden eller "ankare" för marknadens förväntningar om den framtida växelkursen. Just avsaknaden av ett riktvärde för marknadens aktörer anser många ligga bakom de stora och ofta plötsliga svängningarna i växelkurser. Målzoner skulle ge aktörerna värdefull information om vilka växelkurser myndigheterna forvan-

tar sig och därmed indirekt information om den ekonomiska politikens inriktning.

Målzoner påstås också återupprätta disciplinen över den makroekonomiska politiken eftersom växelkursen då kommer att utgöra en restriktion. Dessutom, om ett land vill ändra zonen måste man förklara detta för andra länder och eventuellt förhandla om en dylik åtgärd. Detta skulle i sig sätta myndigheterna under större tryck. Slutligen skulle målzoner utgöra en viktig bas för Internationella valutafondens övervakningsfunktion och därmed också för ett ökat internationellt ekonomisk-politiskt samarbete.

### Argument mot målzoner

Mot målzoner kan man invända att det nuvarande systemet fungerat någorlunda väl. Det tycks osannolikt att ett system med fasta växelkurser skulle överlevt den turbulenta miljön under de senaste femton åren utan att exempelvis omfattande restriktioner på kapitalrörelser hade införts. Växelkursfluktuationerna har visserligen stundtals varit stora men detta tycks inte ha inverkat menligt på världshandel, investeringar etc.

De som kritiserar målzoner menar också att växelkursernas avvikelser från "grundläggande" ekonomiska förhållanden var vanliga också under Bretton Woods-systemet då brist på nominella växelkursförändringar ledde till "kursavvikelser" för reala växelkurser. Det hävdas också att ett system med målzoner knappast skulle leda till bättre disciplin för den makroekonomiska politiken. Redan idag håller myndigheterna ett öga på växelkurserna och anpassar i viss mån den ekonomiska politiken därefter. Internationell samordning av den ekonomiska politiken har varit ett inslag också i det nuvarande systemet. En invändning av mer "praktisk" karaktär är att vi inte har någon bra metod att beräkna "jamviktsväxelkurser". Det är därför svårt att ange relevanta målzoner.

### Målzoner och ekonomisk politik

Skulle verkligen målzoner fungera som riktmärke eller "ankare" för aktörernas förväntningar om den framtida växelkursen som systemets anhängare hävdar? Det finns anledning att vara tveksam på den punkten. De ekonomiska aktörernas osäkerhet vad beträffar den framtida växelkursen härstammar i stor utsträckning från deras osäkerhet om framtida ekonomisk politik. Om myndigheterna medelst målzoner vill sända ut information till marknaden varför inte istället rättframt informera om den ekonomiska politikens inriktning?

För att målzoner skall kunna upprätthållas måste den ekonomiska politiken utformas på ett sådant sätt att dessa blir trovärdiga. Att ledarna för de viktigaste industriländerna flera gånger under 1987 i gemensamma uttalanden hävdade att man betraktar de nuvarande växelkursnivåerna som rimliga har knappast minskat osäkerheten på marknaden eller ökat aktörernas tillit till myndigheternas förmåga att föra en ekonomisk politik som verkligen skulle leda till växelkursstabilitet. Myndigheterna har också intervenerat på valutamarknaden genom stödköp och stödförsäljning av valuta. Man har spenderat åtskilliga miljarder (det har talats om belopp på motsvarande 70-90 miljarder dollar under 1987) utan att, som det tycks, lyckas ingjuta förtroende hos marknadens aktörer. Målzoner som inte är trovärdiga kan generera problem. Det har exempelvis hävdats att om de grundläggande förutsättningarna för fasta växelkurser inte föreligger kommer instabiliteten att flyttas över från valutamarknader till finansiella marknader om myndigheterna ändå upprätthåller fasta växelkurser.

Det är osäkert huruvida införandet av målzoner skulle leda till bättre disciplin över den ekonomiska politiken eller till bättre internationell samordning av densamma. Jag betvivlar exempelvis att de



amerikanska myndigheterna skulle betett sig annorlunda och mer "disciplinerat" under första hälften av 1980-talet vad gäller budgeten om dollarn ingått i ett system med målzoner. Vad beträffar det internationella samarbetet skulle förhandlingarna om målzoner sannolikt kunna bli en källa för spänning mellan länderna. De stora ländernas oförmåga att komma överens om växelkursjusteringar bidrog till Bretton Woods-systemets sammanbrott. Förenta Staterna införde 1971 en extra importavgift på 10 procent som ett led i att få de andra länderna att acceptera en förändring av rådande pariteter.

### Avslutande kommentar

Det nuvarande valutasystemet har stundtals beskyllts för att ha genererat makroekonomiska problem av olika slag. Det finns emellertid få empiriska belägg för att så skulle vara fallet. Det tycks inte som om rörliga växelkurser hämmat vare sig utrikeshandel eller investeringar, eller varit inflationsdrivande. I den osedvanligt turbulenta miljö, med bl a kraftiga terms of trade-förändringar och stora skillnader i ekonomisk politik mellan olika länder, som kännetecknat perioden från och med 1973, tycks tvärtom det nuvarande systemet ha fungerat någorlunda väl. Även om inte heller detta system är problemfritt är det svårt att föreställa sig att ett system med fasta växelkurser skulle kunnat överleva under dessa betingelser utan att kostsamma hinder för handel eller kapitalrörelser införts.

De betalningsobalanser vi ser idag är en konsekvens av olämplig makroekonomisk politik i vissa länder och brist på internationell samordning. Det finns enligt min uppfattning ingen större anledning att tro att ett system med målzoner skulle leda till förbättringar i det avseendet.

Om myndigheter vill ingjuta förtroende hos aktörerna på marknaden gör man detta lämpligast genom att bedriva en disciplinerad ekonomisk politik och inte genom att offentliggöra målzoner. Utan disciplinerad och internationellt någorlunda samordnad makroekonomisk politik kan inte målzoner fungera, och om en dylik politik förs behövs inte målzoner.

### Referenser

- Fleming, M, [1962], "Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates". *Staff Papers*, Vol 9.
- Frenkel, J A & Goldstein, M, [1986], "A Guide to Target Zones". *Staff Papers*, Vol 33, No 4.
- Friedman, M, [1953], "The Case for Flexible Exchange Rates", in *Essays in Positive Economics*. University of Chicago Press, Chicago.
- Hickman, B & Schleicher, S, [1978], "The Independence of National Economics and the Synchronisation of Economic Fluctuations; Evidence from the Link Project". *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol 114, No 4.
- IMF, [1984a], "Exchange Rate Volatility and World Trade". *Occasional Papers*, No. 28, Washington D.C.
- IMF, [1984b], "The Exchange Rate System: Lessons of the Past and Options for the Future". *Occasional Papers*, No. 30, Washington D.C.
- IMF, [1987], *Exchange Arrangements & Exchange Restrictions*. Annual Report 1987, Washington D.C.
- Lindbeck, A, [1983], "The Recent Slowdown of Productivity Growth". *Economic Journal*, Vol 93 (March).
- Mundell, R, [1968], *International Economics*. Mac Millan, New York.
- Obstfeld, M, [1985], "Floating Exchange Rates: Experience and Prospects". *Brookings Papers on Economic Activity*, 1985:2, s 369-464.
- OECD [1984], *Fifteen Years of Economic Co-operation. Selected Speeches of Emile van Lennep*. Secretary-General 1969-1984 Paris.
- OECD [1987], *Historical Statistics, 1960-1985*. Paris.
- Solomon, R, [1983], "Reforming the Exchange-Rate Regime". *International Economic Letter*, Vol 3, No 7, Washington.
- Swoboda, A, [1983], "Exchange Rate Regimes and European - U.S. Policy Interdependence". *Staff Papers*, Vol 27.
- Södersten, B, [1978], *Internationell ekonomi*. Rabén & Sjögren, Stockholm.
- Södersten, B, [1980], "Växelkurser och växelkurspolitik". *Ekonomisk Debatt*, Årg 8, nr 3