

FÖRHANDLINGAR

Nationalekonomiska Föreningen

1991-06-04

*Sammanfattade och redigerade av civ ek JONAS NIEMEYER
och ekon dr STEFAN LUNDGREN.*

Ordförande: fil dr Nils Lundgren.

Inledare: riksbankschef Bengt Dennis och professor Johan A Lybeck.

Övriga debattdeltagare: Björn Rosengren, Assar Lindbeck, Mats Persson och Lars Nabseth.

Sveriges väg mot EMS

Nils Lundgren:

Jag vill hälsa alla medlemmar välkomna till denna sammankomst. I kväll har vi glädjen att som inledare välkomna riksbankschef Bengt Dennis och professor Johan Lybeck. Föreningen har en märkvärdig förmåga att ligga rätt i tiden. För något år sedan hade vi en debatt om valutaregleringens vara eller inte vara samma dag som beslutet om dess avskaffande fattades. Jag vill påpeka att detta möte beslutades före den 17 maj, dvs innan den svenska kronan knöts till ecun.

Bengt Dennis:

Riksbankens tidigare syn på EMS och utvecklingen av våra relationer till detta system är välkända och har med konsistens vidhållits under lång tid. Vi har sett positivt på EMS som skapat en zon av monetär stabilitet omfattande länder med vilka vi har ett mycket stort ekonomiskt utbyte. För en svensk anslutning till detta system har Riksbanken ansett att två villkor bör vara uppfyllda.

För det första skall Sverige ha demonstrerat en vilja och förmåga att få ner inflationstakten till en nivå som är i harmoni med EMS-ländernas och vad deras sam-

arbete anses kräva. För det andra skall vi med god trovärdighet kunna hävda att vår anti-inflationspolitik är uthållig och inte något snabbt övergående.

Hittills har inte dessa två villkor kunnat uppfyllas och Riksbanken har därför avväskat med att knyta kronan till EG-valutorna. Denna linje har ifrågasatts, dels på renodlat politiska grunder, dels eftersom den, enligt kritikerna, inte beaktat de effekter som en anknytning skulle medföra för vår inflationsutveckling.

Riksbanken har självfallet varit medveten om dessa effekter men aldrig trott att en lägre inflation, ner till EMS-nivå, skulle uppnås enbart genom en anknytning av kronan till systemet. Det önskvärda resultatet skulle i stället kunna ges av en kombination av rätt ekonomisk politik och en omläggning av växelkurssystemet.

Denna linje har Riksbanken hållit fast vid tills riksdagen beslutade att Sverige skall söka medlemskap i EG. Därmed ändrades förutsättningarna för valutapolitiken – ett nytt blad vändes i vår valutapolitiska historia. Frågan var inte längre *om* vi skulle byta växelkursregim utan *när* och *hur* detta skifte skulle ske.

Riksbanken har med dessa nya förut-

sättningar studerat de olika alternativ som står till förfogande om kronan skall knytas till EG-valutorna. Den enda framkomliga vägen visade sig, efter ett studium av olika alternativ, vara ett stegvis närmande till EG-valutorna. En full medverkan i det växelkurssamarbete som nu finns inom ramen för EMS står inte till förfogande för icke-medlemsländer och i dagsläget inte heller en association till systemet. Då återstår någon form av ensidig knytning av kronan till EG-valutorna.

Fyra alternativa kopplingar

Riksbanken har studerat fyra alternativ: en anknötning till D-marken, en kopiering av ERM-systemet, en knytning till privata ecun och en knytning till teoretiska ecun. Vi valde den senare lösningen och jag skall kortfattat kommentera och motivera vårt slutliga val.

En koppling av kronan till D-marken var ett attraktivt alternativ genom sin tekniska enkelhet och innebörd. Utvecklingen inom EG går dock mot en gemensam och icke-nationell valuta och därför låg detta alternativ inte i linje med utvecklingen.

Det andra alternativet, ERM-kopieringen, hade som största fördel att det skulle binda kronan bilateralt mot varje ERM-valuta inom ett givet band. Men däri låg också dess svaghet. I tider av valutapolitisk oro skulle vårt arrangemang kunna utsättas för svåra påfrestningar och vi skulle tvingas till att klara av dessa helt på egen hand eftersom vi inte skulle ingå i ett multilateralt system. Våra interventioner skulle också i vissa lägen kunna störa ERM-systemet och vi hade anledning att vara osäkra om en ensidig svensk tillämpning skulle välkomnas av länderna i fråga.

Det tredje alternativet, en koppling till privata ecun, avfördes snabbt från vidare studium då marknaden för privata ecun är alltför tunn och outvecklad för att kunna fungera som bas för ett växelkurssystem.

Återstod kopplingen till teoretiska ecun, det alternativ som framstod som det klart bästa när alla faktorer vägts samman. För kopplingen till teoretiska ecun talade bl a att det genom den norska ekukopplingen redan är ett etablerat system, att det är lätt att operera för såväl Riksbanken som marknadens aktörer och att det är robust även i tider av valutapolitiska spänningar. Eventuella framtida *realignments* inom EMS fångas också upp med automatik precis som i det gamla korgsystemet.

Det nya systemet

Enkelt uttryckt kan systemskiftet beskrivas så att vi byter den gamla valutakorgen om 15 valutor mot en korg om 12 valutor och att vi håller kronans värde fast mot ett genomsnitt av dessa valutor inom ett oförändrat band om 1,5 procent. Riktvärdet för kronan är 7,40 mot ecun med bandgränserna 7,29 och 7,51. I förhållande till den gamla korgen har tre nya valutor tillkommit och sex utgått. DEM, FRF och GBP svarar för ca 61 procent av ecu-korgen.

Knytningen av kronan till ecun innebär väsentliga förändringar vad avser kronans rörelser mot enskilda valutor. Mot utomstående valutor, exempelvis USD och JPY, kommer rörelserna, allt annat lika, att bli större än i det gamla systemet medan rörelserna blir mindre mot ERM-valutorna. Även om kronan inte binds bilateralt mot varje ERM-valuta går det att räkna fram den implicita svängningsmarginalen mot varje enskild ERM-valuta, dvs den teoretiskt största svängningsmarginalen. Mot DEM blir den 3,79 procent och mot GBP (som arbetar med den större bandbredden 6 procent inom ERM) blir kronans teoretiska svängningsutrymme 6,74 procent. Observera dock att detta är den teoretiskt största kursvariationen. I praktiken svänger dessa valutor erfarenhetsmässigt inom snäva ramar varför också kronan kan väntas svänga

betydligt mindre än vad dessa implicita gränser anger.

Jag vill också säga några ord om den valda bandbredden. Först hoppas jag då att det vid det här laget står klart för alla att bandbredden 1,5 procent är mot ecun och därför inte kan liknas vid den bandbredd som gäller inom ERM-systemet, för flertalet valutor 2,25 procent. Att vi valt en bandbredd mot ecun om 1,5 procent har en enkel förklaring; vi valde att behålla samma bandbredd som i det gamla korgsystemet. Det var enklast så. Jag vill också påpeka att det är naturligt med en mindre bandbredd i system där man håller kursen fast mot ett genomsnitt av valutor än i system med bilateralt fastställda kurser. Det är också endast i fråga om bandbredden som den svenska ecu-anknytningen skiljer sig från den norska. Norge behöll också vid sin övergång bandbredden oförändrad, 2,25 procent.

Riksbankens beslutsprocess

Eftersom många ekonomer under senare år med stor iver ägnat sig åt rent statsvetenskapliga betraktelser över Riksbankens ställning och beslutsprocess vill jag i detta sammanhang passa på att redovisa den beslutsprocess som föregick tillkännagivandet av ecu-anknytningen fredagen den 17 maj.

Redan den 11 april anmälde jag för riksbanksfullmäktige att man några veckor senare skulle föreläggas en promemoria om olika tekniska lösningar för att knyta kronan till EG-valutorna. Jag förklarade också att jag avsåg att i ett senare skede återkomma med ett underlag för en policydiskussion.

Den 25 april diskuterade fullmäktige, på basis av en längre promemoria, de fyra alternativ som jag nyss redogjort för och den 8 maj diskuterade fullmäktige det aviserade policy-papperet. Fullmäktige fattade redan vid detta sammanträde beslut dels att knyta kronan till ecun, dels att bandbredden skulle vara den tidigare an-

givna. Anknytningen skulle ske så att riktvärdet för kronan i det nya systemet överensstämde med riktvärde 132 i det gamla systemet, dvs växelkursen skulle vara oförändrad. Fullmäktige förklarade också att kronan, så snart möjlighet öppnas, genom association skulle anslutas till EMS.

Fullmäktige justerade omedelbart beslutet och uppdrog till mig att verkställa det. Det senare betydde att fullmäktige överlät till mig att avgöra från vilken tidpunkt det nya växelkurssystemet skulle tillämpas men den uttalade avsikten var att beslutet skulle annonseras strax efter att den svenska valutamarknaden stängt kl 16 fredagen den 17 maj.

Tiden fram till den 17 maj behövdes för en omfattande samråds- och informationsprocess både inom landet och internationellt.

Enligt Riksbankslagen fattar Riksbanken beslut såväl om val av växelkursregim som växelkurs, men lagen föreskriver att före beslut av större penning- och valutapolitisk vikt skall samråd ske med regeringen. Regeringen har utsett finansministern att svara för detta samråd gentemot Riksbanken.

Min första kontakt med finansministern var omkring den 13-14 april då jag informerade honom om att jag i fullmäktige avsåg att initiera en diskussion om olika alternativ för en anknytning av kronan till EG-valutorna. Nästa kontakt med finansministern ägde rum i Washington i anslutning till ett möte med IMF. Allan Larsson, hans statssekreterare Gunnar Lund, vice riksbankschefen Thomas Franzén och jag möttes där för en grundlig genomgång av själva policyfrågan. Efter fullmäktiges beslut den 8 maj inleddes informationen till utlandet och den ägde i huvudsak rum i Basel i anslutning till det ordinarie månadmötet med 10-gruppens centralbankschefer. Då dit också kommer en rad andra centralbankschefer med medarbetare gavs här ett utmärkt tillfälle till information.

Den 13 maj talade jag enskilt med så gott som samtliga centralbankschefer inom EG. Ordföranden i EGs centralbankschefskommitté, presidenten i Deutsche Bundesbank, Karl Otto Pöhl, hade jag redan en vecka tidigare haft kontakt med. Thomas Franzén hade ett särskilt möte med alla sina kollegor inom EG. Presidenten i New York Federal Reserve Bank informerades likaså av mig liksom samtliga nordiska riksbankschefer. Jag hade också en särskild information till Henning Christophersen, vice president i EG-kommissionen och ansvarig för finansiella och monetära frågor. Han fanns likaså i Basel. Nästa dag informerades i Haag ordföranden och sekreteraren i EGs monetära kommitté av statssekreterare Gunnar Lund och vice riksbankschefen Thomas Franzén. En särskild konsultation ägde senare i veckan rum med NY Federal Reserve Bank. Mot slutet av veckan vidgades kretsen invigda. Finansministern hade samtal med kolleger i Norden och ytterligare några. Presidenten i EG-kommissionen, Jacques Delors, informerades officiellt genom ett brev från mig och valutafondens chef per telefon.

Beslutet och de omedelbara effekterna

Sekretessen höll och kl 16.15 fredagen den 17 maj kunde Riksbanken annonsera att från samma tidpunkt skulle det nya systemet tillämpas.

Det blev en omedelbar effekt på kursen USD/DEM. Dollarn stärktes. Det var väntat och vi hade också varnat våra vänner i Frankfurt och New York. Storleken kunde vi dock inte bedöma i förväg. Stora svenska företag gjorde bytet från USD till DEM redan på fredagskvällen i New York. Efter några dagar ebbade valutakurseffekterna av denna engångsanpassning ut. Det är allmänt känt att Riksbanken och Bundesbank genomförde samordnade interventioner under tisdagen den 21 maj.

Ränteeffekten blev relativt kraftig.

Räntorna hade varit på väg nedåt i rask takt en vecka före ecu-kopplingen, bl a på grund av stora valutainflöden och kronans starka ställning. Ecu-anknytningen gjorde räntefallet brantare och djupare. Räntefall följde också både på den norska ecu-anknytningen och på det brittiska ERM-inträdet. Hos oss blev fallet större. Det är inte förvånande mot bakgrund av dels den stora räntemarginal som vi haft mot ecu-valutorna, dels den osäkerhet som präglat den svenska valutamarknaden vad avser såväl valet av anknytningsform som växelkurs. Nu skapades klarhet i båda dessa avseenden.

Ekonomisk-politiska förutsättningar i det nya systemet

Ändrar övergången från en korg omfattande 15 valutor till en ecu-korg förutsättningarna för den ekonomiska politiken och lönebildningen?

Både det gamla korgsystemet och det nya är fastkursarrangemang. Under 1980-talet har den genomsnittliga svenska pris- och kostnadsutvecklingen varit betydligt snabbare än det vägda genomsnittet för de länder som ingår i de två systemen. Under 1980-talets andra hälft har ecu-länderna haft en lägre inflation än länderna i det gamla korgsystemet. En utjämning har dock skett och det kan inte hävdas att ecu-kopplingen *i detta avseende* medför mer än en marginell höjning av kraven på den ekonomiska politiken och lönebildningen. Förändringen i förutsättningarna för den ekonomiska politiken och lönebildningen uppstår på ett annat sätt och kan förväntas bli genomgripande.

Under perioden 1976–82 genomfördes fem devalveringar. Varken regering, riksdag eller arbetsmarknadens parter hade anpassat sig till de krav som en fast växelkurs kräver. Regering och riksdag har aldrig helhjärtat satsat på en anti-inflationspolitik vilket väl illustrerades under de tre överhettningssären 1987–1990. Arbetsmarknadens parter har inte kunnat undgå

att uppfatta detta som att ytterligare växelkursjusteringar skulle hjälpa dem ur kostnadsknipan. Både på makro- och mikroplanet har arbetsmarknadens parter grundat sitt agerande på att inflationstakten kommer att förbli hög och att den ekonomiska politiken kommer att anpassas till detta.

Härvidlag hoppas jag att ecu-anknytningen byter med det förgångna, leder till ett ändrat beteende och skapar en helt ny förväntningsbild hos alla inblandade parter.

För första gången på 40 år byter vi växelkurssystem utan att justera växelkursen. Det är också intressant att notera att efter beslutet har ingen offentligt argumenterat för att vi skulle ha passat på att devalvera när vi bytte system. Det är to m så att frånvaron av en växelkursjustering endast har kommenterats i förbigående och till synes uppfattats som en självklarhet. Kanske skall det tolkas så att förväntningsbilderna redan hade ändrats?

Avgörande för växelkurspolitikens trovärdighet är en uthållig och konsekvent driven anti-inflationspolitik. Det är därför intressant att notera de politiska reaktionerna. Politikernas förtjusning över beslutet om ecu-anknytningen är allmän, oavsett vilken partifärg de representerar. Regeringen vill, som alla regeringar i fråga om populära beslut, göra allt för att framställa beslutet som sitt eget. Den politiska oppositionen hävdar, som alltid i sådana lägen, att beslutet borde tagits långt tidigare. Till förtjusningen bidrar i hög grad ecu-kopplingens effekter på räntenivån.

Motivet för Riksbankens beslut att knyta kronan till ecun är inte att, genom en teknisk omläggning av växelkurssystem, åstadkomma en sänkning av räntenivån i Sverige. Beslutet skall ses som ett första steg mot en fullständig svensk medverkan i det växelkurssamarbete som EG-länderna bedriver och som även för oss naturligt följer av ett medlemskap.

Ecu-kopplingen ingår enligt beslutet i

riksbanksfullmäktige i ett trestegsprogram vari steg två är en EMS-associering så snart den står till buds och steg tre den fulla växelkursmedverkan som följer av ett EG-medlemskap. Utan att ingå i detta trestegsprogram och utan att ha föregåtts av beslutet att söka medlemskap i EG hade trovärdighetseffekten och därmed ränteeffekten av ecu-kopplingen varit väsentligt mindre. Ecu-kopplingen får sålunda inte ses som ett medel att nå en viss effekt på svensk räntenivå. Det är i grunden fel att tro att man genom enkel teknik och utan politik kan uppnå några bestående resultat på räntorna.

Huvuduppgifter för den ekonomiska politiken

Frågan är vad som krävs för att vi skall kunna fullfölja det trestegsprogram som jag angett och befästa trovärdigheten kring fastkurspolitiken? Jag vill i detta sammanhang koncentrera mig på två huvuduppgifter för den ekonomiska politiken under 90-talets första hälft. Den första är att öka sparatet i svensk ekonomi och den andra är att upprätthålla takten i omställningen av ekonomin i riktning mot större flexibilitet, d v s möjligheten till en snabb anpassning.

Hur öka sparatet i den svenska ekonomin?

Vi har i dag ett betydande sparandeunderskott vilket tar sig uttryck i en negativ bytesbalans. För att öka sparatet måste såväl den offentliga sektorn som hushållen stå i centrum för åtgärder för att öka sparatet.

Inom den offentliga sektorn utvecklas sparatet återigen negativt. Det förefaller som om vi är på väg att upprepa miss tagen från 1970-talets andra hälft då vi byggde upp det stora underskott i statsbudgeten som bara efter några år gjorde sådan skada via inflation och via snedvridande effekter på förmögenhetsbildning.

Riksbanken beräknar, baserat på uppgifter per april, att underskottet i statsbudgeten innevarande budgetår kommer att uppgå till ca 35 miljarder kr, i stort sett en fördubbling i förhållande till vad som angavs i den reviderade finansplanen så sent som för sex veckor sedan. För kalenderåret 1991 måste vi räkna med ett underskott som motsvarar 2,5–3 procent av BNP.

Det är visserligen naturligt att budgeten försvagas i nuvarande konjunkturfas men det pågår, och har under en tid pågått, en underliggande försvagning av statens budget. Tillåts denna försvagning att fortgå resulterar det till slut bl a i högre räntor.

Även om det sedan några år sker en gradvis förstärkning av hushållssparandet måste detta sparande förstärkas om vi totalt sett skall uppnå en bättre sparandebalans i ekonomin. Jag rekommenderar dock inte fler inslag av selektiva sparstimulanser, i synnerhet inte via skattesystemet.

Vad jag närmast vill se är en reformering av pensionssystemet. Alla intressegrupper av någon betydelse synes i dag vara överens om att en reformering är nödvändig och att ett väsentligt inslag i en reform måste vara en ökad stimulans för hushållen att spara till pension. Men tiden går och inget händer. Pensionsberedningen satt i sex år och avkastade ett huvudbetänkande som inte förde frågan nämnvärt framåt. Det remissbehandlas nu. Det enda hoppfulla är uttalandena i den reviderade finansplanen. Där sägs tydligt och klart att regeringens utgångspunkt vid behandlingen av pensionsberedningens förslag blir behovet av ett större långsiktigt sparande.

Min förhoppning är att den regering som framkommer ur höstens val skall se reformeringen av pensionssystemet som en av sina framsta uppgifter. Ett snabbt agerande skulle göra det möjligt att redan till sommaren nästa år ha ett i detalj utformat förslag klart för remissbehandling.

Effekter på sparandet av en omläggning av pensionssystemet tar dock tid och kan bara till en del – om än en väsentlig del – bidra till att lösa de interna och externa balansproblem som vi dragits med sedan 1980-talet.

Jag vill – i det korta perspektivet – också peka på behovet av att till varje pris undvika en ny överhettning när konjunkturen vänder. Inga Rehnberg-avtal i denna värld kan då skydda oss för konsekvenserna på lönebildningen. Riskerna i ett uppsving är stora då vi så lätt slår i kapacitetstaket.

Detta uppsving – när det en gång kommer – är vi tyvärr också på god väg att redan nu in-teckna frukterna av. Reallöner i stället för inflationslöner, brukar finansministern pedagogiskt förorda. Det finns dock en fara i detta, nämligen att vi bibringas uppfattningen att om vi bara får ned inflationstakten så skall höjda reallöner följa. Även om det inte är finansministerns avsikt bidrar det till en orealistisk syn på vad fastkurspolitiken kommer att kräva av medborgarna under 1990-talet, och speciellt i dess första hälft.

Sanningen är att utan en nästan mirakulös höjning av produktivitetstillväxten kan fastkurspolitiken och sysselsättningen knappast klaras utan en real inkomstanpassning. De nyväckta tankarna på en sk intern devalvering, dvs en neddragning av arbetsgivaravgifterna grundas på denna insikt. Utan att fullständigt diskutera för- och nackdelar med en sådan politik vill jag göra två kommentarer. För det första är en sådan åtgärd endast en engångsanpassning av lönekostnadernas nivå och påverkar inte deras öknings-takt. För det andra vill jag varna för föreställningen att en sådan operation är enklare att framgångsrikt genomföra än en extern devalvering. För att lyckas kräver en intern devalvering bl a en utomordentlig hård finanspolitik för att åstadkomma den nödvändiga nedskärningen på statsbudgetens utgiftssida, särskilt om den skall genomföras när budgeten är inne i

ett skede av försvagning.

Lägre inflation ger oss en bättre fungerande ekonomi och därmed förutsättningar för högre produktivitet, dvs underlag för en realinkomstökning. Så långt har vi dock inte kommit ännu. Det är bakgrunden till Riksbankens oro över att hushållssektorns disponibla inkomster ökar genom skattereformen och den tidigare lagda återbetalningen av tvångssparandet samtidigt som produktionen, mätt i BNP-termer, faller.

Hur öka flexibiliteten i den svenska ekonomin?

Under senare år har takten i omställningen av ekonomins funktionssätt varit hög och en av huvuduppgifterna för den ekonomiska politiken under 1990-talets första hälft blir att upprätthålla denna höga takt. Det skall bli intressant att med tiden få forskarnas förklaring till varför omställningsprocessen inleddes så sent och varför den sedan kom med sådan kraft. Jag syftar naturligtvis på skattereformen, bostadsfinansieringen, den nya jordbruks- och livsmedelspolitiken, vissa reformer inom försäkringssystemen, infrastrukturutbyggnaden, inledningen på omdaning av den offentliga sektorn m.m. Det är sammantaget en imponerande omställning, allt genomdrivet under en treårig mandatperiod men där verkningarna i allt väsentligt kommer senare. Denna höga takt måste nu bibehållas. Momentum får inte gå förlorat. I en ekonomi med fast växelkurs ökar risken för arbetslöshet ju mindre flexibel ekonomin är. Det är ett starkt skäl för att fortsätta på den inslagna vägen.

Kraven på penningpolitiken i det nya systemet

Vad krävs då av penningpolitiken efter ecu-anknytningen?

I princip krävs ingen omorientering. Utvecklingen av externbalansen kommer

som hittills att vara avgörande för den stramhet med vilken penningpolitiken bedrivs. I ett land som vårt har penningpolitiken som enda uppgift att försvara den fasta växelkursen. Det är endast undantagsvis som vi kan ge den andra uppgifter.

Räntedifferensen mot omvärlden har successivt sjunkit sedan oktober förra året och mot ecu-räntan är differensen nu 0,8 procent för 6-månaders deposits. Vårt stora finansieringsbehov i utlandet blir dock styrande för storleken på räntedifferensen.

Underskottet i bytesbalansen, finansieringen av direktinvesteringarna och underskottet i vår aktiehandel med utlandet kräver en mycket stor utlandsfinansiering. De minskade svängningsmarginalerna mot ERM-valutorna kan stimulera upplåning i utlandet men det finns en gräns för hur mycket utlandslån våra företag vill belasta sina balansräkningar med. F n består 35 procent av företagets skulder av lån i utländsk valuta och denna andel har vuxit med ca 10 procentenheter per år de senaste åren. Vi närmar oss sannolikt den övre gränsen mycket snabbt. Vi måste därför i allt väsentligt lita till att svenska räntebärande papper fortsätter att vara attraktiva för utlänningar. Ecu-anknytningen torde bidra positivt härtill men den kommande räntedifferensen blir avgörande.

Sammanfattning

En summering av detta anförande utmynnar i det självklara att vi måste upphöra att fördela resurser som vi inte själva förmår skapa. Därför måste det vara ett primärt mål för den ekonomiska politiken att komma till rätta med sparandeunderskottet i svensk ekonomi.

I det korta perspektivet kan en rad faror skönjas. Jag vill peka på några. Den första är att vi ensidigt koncentrerar oss på lönebildningen 1991 och 1992 och låter oss invaggas i någon säkerhet om därpå följande år. Den andra är att överhett-

ningen lurar om hörnet när uppsvinget i efterfrågan en dag kommer. Den tredje, och det som kan leda till att de båda första farorna blir en realitet, är att det stora räntefallet efter ecu-kopplingen tas till intäkt för att finanspolitikens medverkan inte längre behövs för en nedväxling till en lägre inflationstakt och därmed till en varaktigt låg räntenivå. Den allvarliga försvagningen av statsfinanserna kan komma att fortgå utan att vi i tid sätter in motåtgärder.

Undviker vi dessa faror öppnas också möjligheter. Bäddar vi för en lugn löneutveckling vid övergången från nuvarande avtal 1993, bl a genom att förhindra en överhettning, tolkar vi räntefallet efter ecu-kopplingen rätt, kommer vi till rätta med budgetförsvagningen och fortsätter vi med samma höga takt i omställningen av ekonomin, då har vi, tror jag, skapat basen för en fortsatt fastkurspolitik. Då kan ecu-kopplingen verksamt bidra till att ge antiinflationspolitikerna den nödvändiga trovärdigheten. Detta är sist och slutligen en förutsättning för en ekonomi i tillväxt och balans.

Johan A Lybeck:

Visst har, som Bengt Dennis säger, marginalerna mellan kron- och ecu-räntorna fallit under det senaste året och visst är det lätt att gripas av ett allmänt lyckorus över detta. Jag skulle dock vilja betona att Sveriges problem idag är mer svårartade än vad som framgick av Bengt Dennis anförande.

Jag vill påminna om att vi just har firat nittonårsjubiléet av Sveriges anknnytning till valutaormen. Sverige (och Norge) knot då sina valutor till EG-valutorna, i praktiken DEM. Då sprack samarbetet pga att vi inte formådde fatta de övriga ekonomisk-politiska beslut som krävdes för att uppnå konsistens med fastväxelkurspolitiken. Tyvärr har vi nu, än så länge, inte fattat ett enda ekonomisk-po-

litiskt beslut som är konsistent med ecu-anknytningen. Det är bakgrunden till att jag kommer att måla upp ett betydligt mer pessimistiskt och problematiskt perspektiv än vad Bengt Dennis har gjort, även om även hans anförande innehöll varningstecken.

Sveriges synder är av ett gammalt ursprung

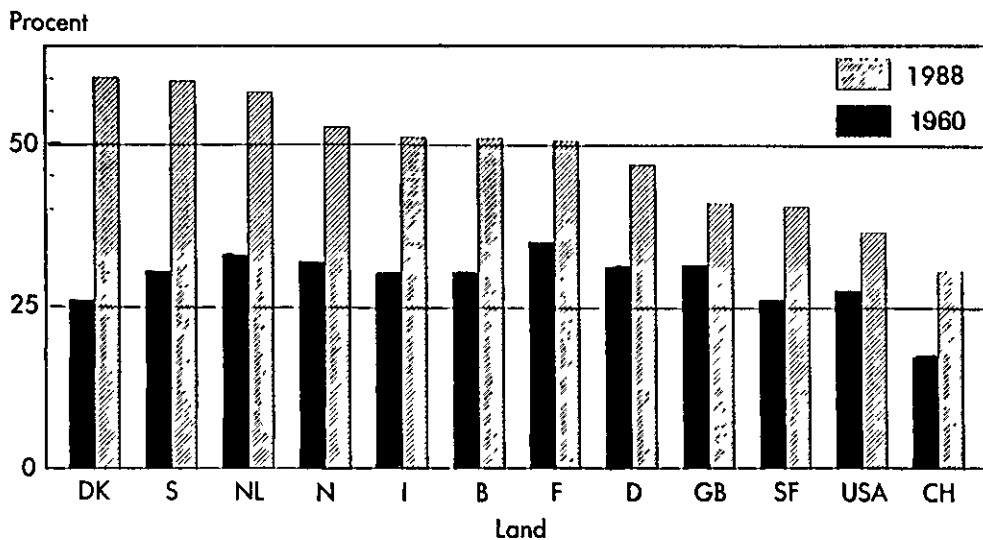
Med risk för att upprepa vad Bengt Dennis har sagt vill jag dra fram tre problem som Sverige har haft under en längre tid. Jag kan inte se att vi på något av dessa område har fattat beslut som ecu-anslutningen kraver.

Den offentliga sektorn

Den offentliga sektorn har en stor betydelse, både med sin storlek och med sin ineffektivitet. Frågan är om Sverige är unikt i detta avseende. Av *Figur 1* framgår att de totala offentliga utgifterna som andel av BNP var likartad i de flesta OECD-länder 1960. Under 1960- och början av 1970-talet grips vissa länder av vansinne, bl a Sverige. Notera dock att bland dessa länder finns även Danmark, vars totala offentliga utgifter, som andel av BNP, faktiskt är större än i Sverige. Slutsatsen måste vara att ett EG-medlemskap inte medför några automatiska nedskärningar av den offentliga sektorn. Danmark, med sitt instabila parlamentariska läge och svaga minoritetsregeringar, har inte förmått fatta de beslut som krävs för att komma till rätta med den stora offentliga sektorn. Varför skulle Sverige lyckas med det?

Nederländerna är ett annat spännande exempel. Deras socialförsäkringssystem är ungefär lika ineffektivt som det svenska. De har därför en offentlig sektor som motsvarar Sveriges, trots att de har varit EG-medlemmar ännu längre än Danmark. Varför skulle ett EG-medlem-

Figur 1 Totala offentliga utgifter som andel av BNP, 1960 och 1988.



Källa: OECD.

skap leda till en radikal omprövning av det svenska socialförsäkringssystemet?

Ett annat område rör den kommunala sektorn. Kommunerna är föremål för ett skattestopp, men tycks totalt ignorera detta och de agerar som om de 1993 kommer att kunna höja skatterna igen. Vi har då dilemmat att antingen acceptera en expansion i den kommunala sektorn, och kommunala skattehöjningar på 3 à 4 kronor 1993, eller att förlänga det kommunala skattestoppet med påföljande konkurser, om inte för hela kommuner så i alla fall för kommunala bolag. Detta är bara ett exempel på att vi genom att inte i tid markera att vi har ändrade spelregler driver fram beslut där man måste välja mellan pest och kolera.

Ytterligare ett problem är privatiseringen av den offentliga sektorn. Denna är tekniskt omöjlig med den svaga börs vi trots allt har. Personligen tror jag att dagens ordförande inom två år kommer att vara anställd av vad vi skulle kunna kalla Deutsche Nordbank, efter den enda ägare som kommer att ha råd att ta över en svensk bank.

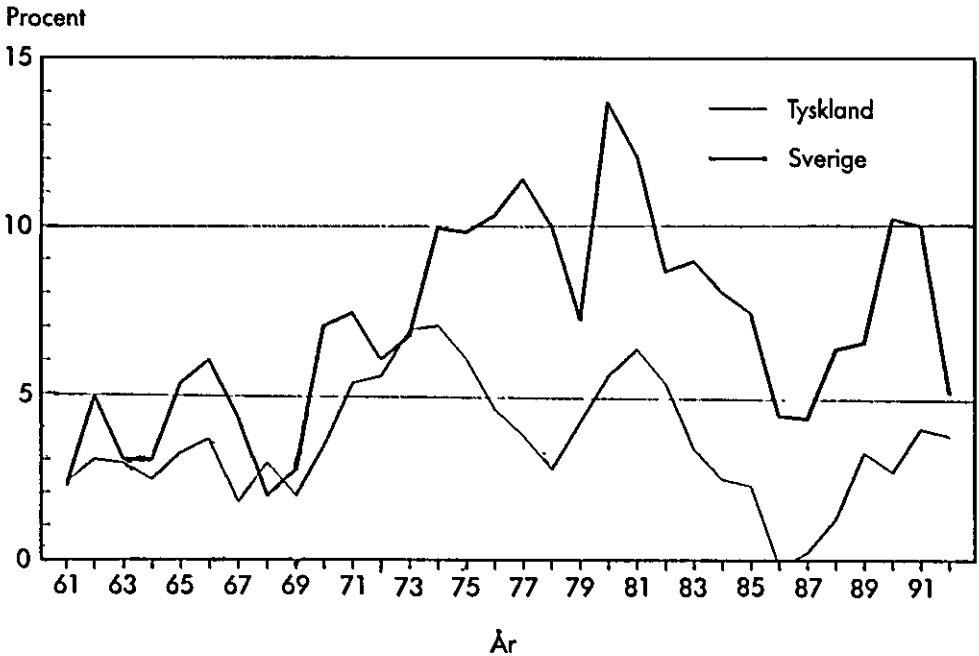
Hushållens sparande

Det privata sparandet under 1980-talet har sjunkit i de flesta länder, i takt med avregleringen av finansmarknaderna men Sverige är dock som vanligt värst, med på slutet av 1980-talet tomt negativa spar-kvoter. Vad gör vi då åt detta problem? I Storbritannien, som har dragits med samma problem, har man infört ett generöst avdrag genom en uppskjuten beskattning på sparande inom banksektorn. I Sverige lägger vi istället en skatt på pensionssparandet. Detta är återigen ett exempel på att vi inte har insett, eller i alla fall inte har lyckats dra konsekvenserna av, de problem som vi står inför.

Lönebildning och inflationen

Ibland ges intrycket att Sverige aldrig har lyckats klara den tyska inflationen. Faktum är att vi lyckades ganska bra på 1960- och början på 1970-talet, när den offentliga sektorn och hushållens sparande var i nivå med Västtysklands. På 1960-talet var m a o inte den offentliga sektorn, inte hushållens sparande och inte heller inflatio-

Figur 2 Inflation i Västtyskland respektive Sverige 1961–91.



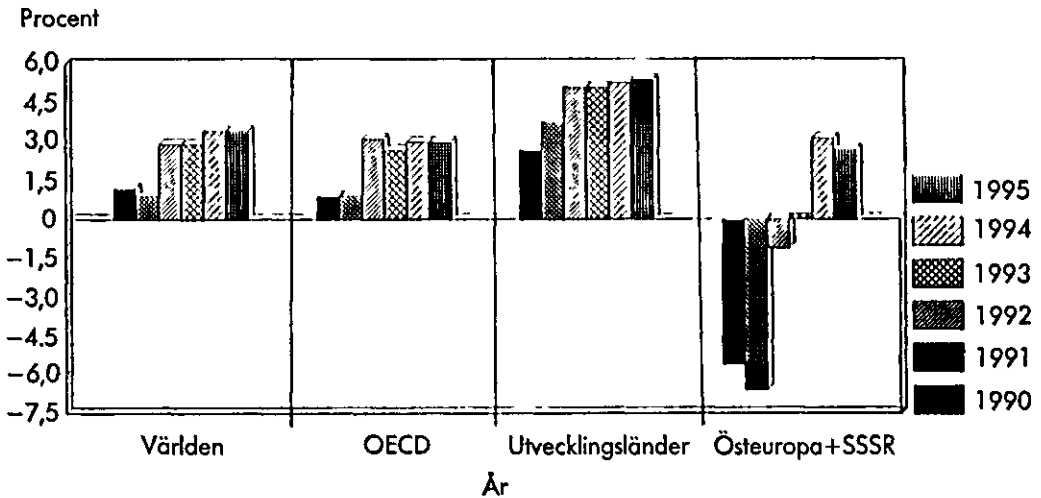
Källa: IMF och OECD.

nen ett stort problem i Sverige. Problemen på dessa områden har vi gradvis dragit på oss sedan slutet av 1960-talet. Det stora gapet i inflationstakt, se *Figur 2*, är heller inte nytt utan någonting vi har dragits med under närmare 20 år. Drar vi då några konsekvenser till lönebildningen av dessa problem? Nej! Istället tillsätter regeringen, som en kvarleva av den stalinistiska epoken, Rehnberg-gruppen för att försöka beordra låga löneavtal. Jag skulle vilja hävda att i *bästa fall* har Rehnberg-gruppens inflytande varit irrelevant, i *värsta fall* har det varit direkt skadligt eftersom det ger intrycket att man kan lösa lönebildningsproblemen genom centrala överenskommelser och därmed uppskjuta den nödvändiga övergången till decentraliserade avtal. Detta skulle kunna minska den nödvändiga effekten på lönebildningen av den nu stigande arbetslösheten.

Och den ljusnande framtid är vår...?

Jag har en son som tar studenten i år och frågan är om även vi andra kan hoppas på en ljusnande framtid. Den genomförda ecu-anslutningen ska inte, menar jag, tolkas aggressivt eller optimistiskt utan som det slutgiltiga beviset på att en nittionårsperiod, med från omvärlden avvikande svensk politik, har kommit till sitt slut. Vi har gett upp! Vi har kommit fram till att svensk ekonomisk politik inte är kompetent att sköta svensk ekonomi. Vi överläter de ekonomisk-politiska besluten till omvärlden. Frågan är hur den omvärld ser ut som vi hakar på och varför detta ecu-beslut har fattats. Jag vill påstå att ecu-beslutet inte alls, som Bengt Dennis hävdar, har fattats under de senaste veckorna, utan under en längre period när man har insett att Sveriges ekonomi är på väg att avvika från omvärldens.

Figur 3 Prognoser för tillväxt i real BNP 1990-95, procent.



Källa: Förenta nationerna, projekt LINK, maj 1991.

Tillväxt och inflation i omvärlden

Förenta nationerna har räknat fram prognoser för tillväxten i real BNP (se Figur 3) och det framgår här hur ljusst tecknas för världsekonomin i allmänhet och OECD i synnerhet. Efter ett hack 1990 och 1991 återgår västvärlden till en utomordentligt god tillväxt. Läger man till den optimism som spirar i EG som en följd av avregleringar och den enorma tillväxt som Östeuropa, med östra delarna av Tyskland i spetsen, kommer att skapa under de kommande åren kan Europa mycket väl få ett årtionde som liknar 1960-talet med ca fyra procents årlig tillväxt, kombinerat med en inflationstakt som är någorlunda under kontroll.

Tillväxt och inflation i Sverige

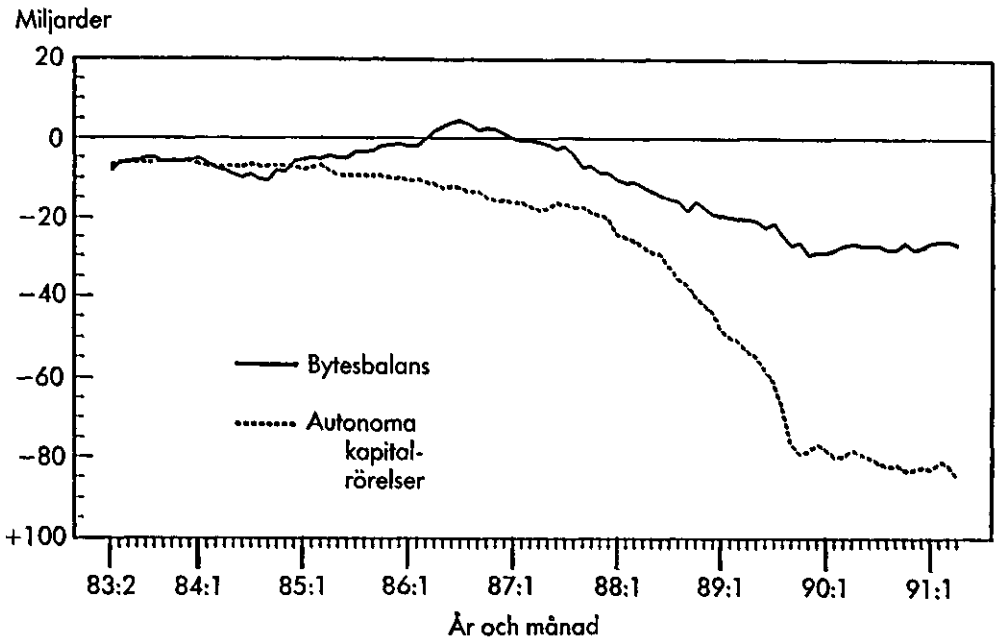
Utvecklingen i Sverige ter sig, milt sagt, något mindre ljus. Samstämmiga prognoser indikerar att BNP faller 1991, med mellan 0,5 och 1,5 procent. Allt fler bedömare tycks nu inse att BNP kommer att falla även 1992. Att investeringarna minskar är nästan alla bedömare överens om. Sverige har inte på lång tid haft två år i rad

med fallande BNP. Även om man kan diskutera hur snabbt inflationen minskar kan jag inte föreställa mig att den skulle komma ned så lågt som till tre procent, som enligt den officiella prognosen. Det skulle strida både mot Sveriges erfarenheter av konjunkturcyklerna och den mindre uppgång i arbetslösheten som vi har noterat. I Förenta nationernas prognos för Sverige avtar också mycket riktigt inflationen gradvis från ca 10,5 procent via sex à sju procent 1992 till omkring fyra à fem procent, vilket är den nivå jag tror kommer att gälla i Europa i övrigt.

Vad händer med externbalansen?

Finansmarknaderna håller för närvarande andan. Vad händer med externbalansen, bytesbalansen, direktinvesteringar och aktiehandeln? Visst ser det något litet bättre ut idag än det gjorde för något år sedan, men frågan är varför. Figur 4 beskriver bytesbalansens och direktinvesteringarnas gradvisa utförsbacke från 1983. Det var knappast ecu-anslutningen och inte heller regeringens helomvändning inom EG-politiken som fick

Figur 4 Bytesbalansen och autonoma kapitalrörelser (direktinvesteringar + aktier), glidande medeltal i årstakt februari 1983–mars 1991.



dessa flöden att vända. Istället var det lågkonjunkturen, som ganska dramatiskt bröt ut 1990, som bromsade upp importen. Lågkonjunkturen fick även företagens och försäkringsbolagens investeringar utomlands att minska.

Jag vill påstå att Sverige i denna situation har reagerat ganska typiskt. När ekonomin saktar in i en lågkonjunktur, brukade vi tidigare i *bästa fall* nå upp till en jämvikt i bytesbalansen och en avmattning av inflationen. När vi går in i 1992 och kanske 1993 med snabbare tillväxt återkommer bytesbalansproblemen av det enkla skäl att de fundamentala problemen kvarstår.

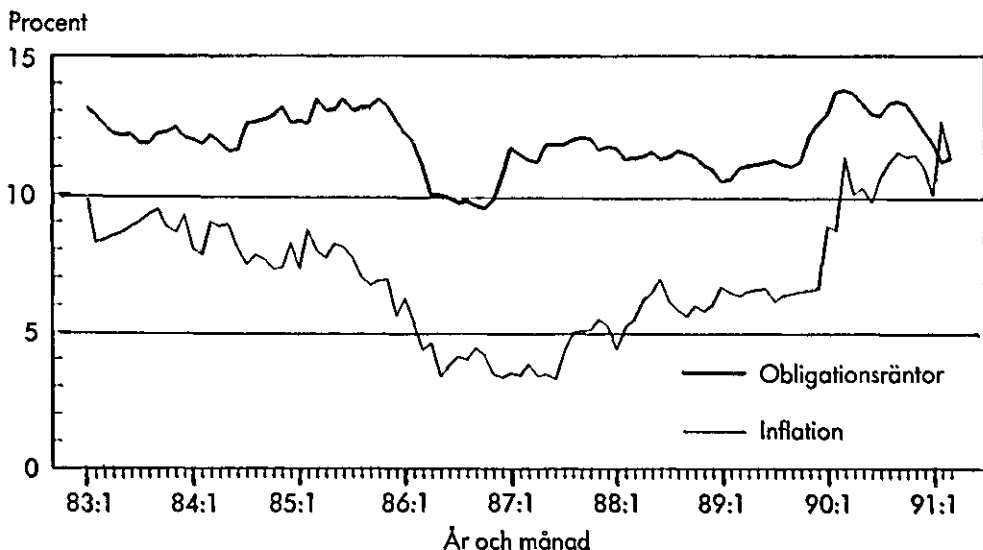
Den långa räntan

Vilka ränteprognoser kan vi då göra, hur kommer det europeiska samarbetet till vilket Sverige ansluter sig att se ut och kan den långa räntan sänkas? Den sista frågan beror på två faktorer, nämligen på realräntan, d v s räntan efter inflation, och på vår egen inflationstakt. En vanligt före-

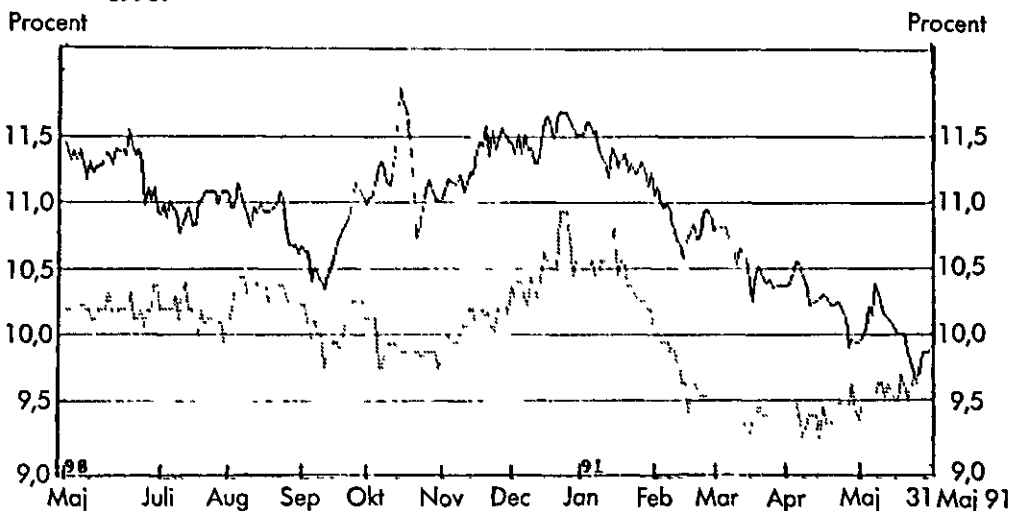
kommande föreställning är att realräntan måste sänkas när det går dåligt för Sverige. I en avreglerad värld kommer dock de svenska reala räntorna att följa omvärldens. Det faktum att omvärlden kommer att ha en god tillväxttakt men med fortsatta finansiella balansbrister, tex i form av stora budgetunderskott – både i USA och i Tyskland – och i form av bytesbalansunderskott – i USA, gör att de realräntor på ca fyra procent som vi har upplevt under 1980-talet kommer att ligga kvar. Detta stämmer också med de neoklassiska tillväxtmodellerna som hävdar att realräntan i jämvikt ska motsvaras av den reala tillväxttakten, d v s ungefär kring fyra procent.

Hur ligger då Sverige till i detta hänseende? Av Figur 5 framgår att räntorna i Sverige under 1980-talet ganska väl har följt inflationen, d v s realräntorna har varit tämligen konstanta. 1990 vände dock utvecklingen. Realräntorna har minskat och t o m blivit negativa under 1991. Det indikerar att den inflation vi uppmäter nu

Figur 5 Oblighationsräntor och inflationen januari 1983–februari 1991.



Figur 6 Skillnaden mellan den korta norska räntan och ecu-räntan, maj 1990–maj 1991.



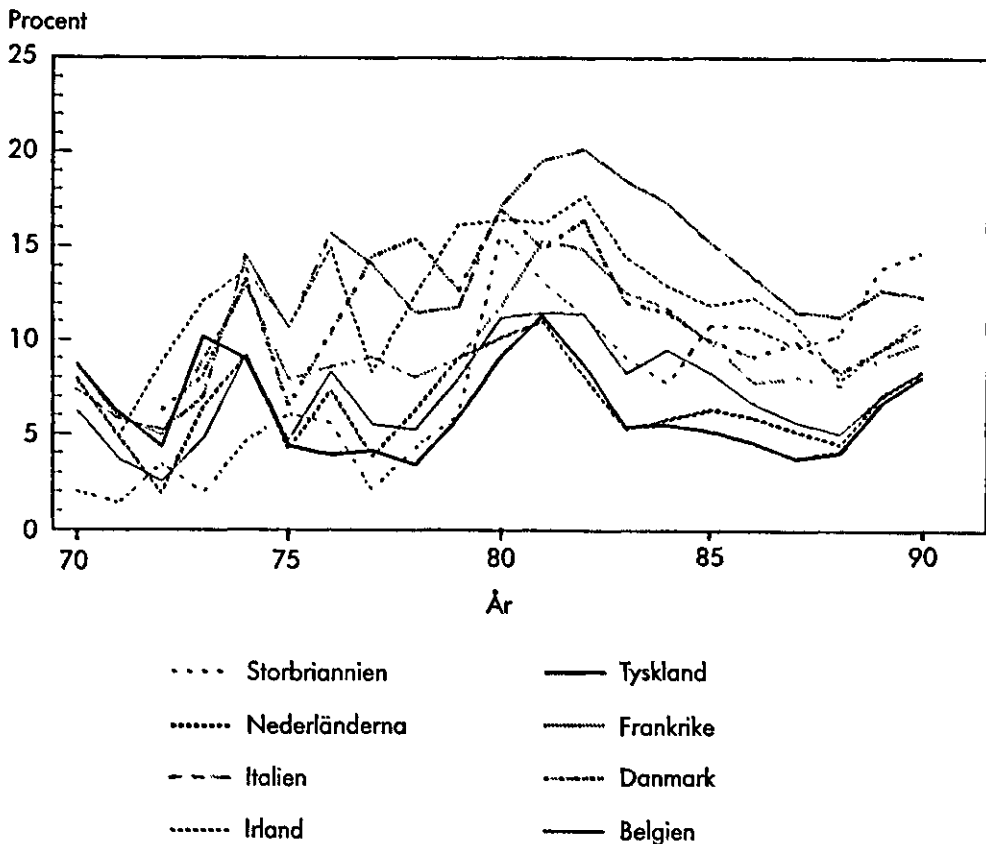
inte är den riktiga inflationen under de kommande åren. I själva verket har obligationsräntorna redan diskonterat finansministerns prognos om att inflationstakten ska komma ned till tre à fyra procent nästa år. Tyvärr tror jag inte på det. Om man ska tro på en inflationstakt på sex à sju procent menar jag att de svenska obligationsräntorna har överreagerat nedåt.

De kommer att behöva anpassas när det står klart att de nödvändiga ekonomisk-politiska besluten ännu inte har fattats.

Den korta räntan

Under 1980-talet har vi haft en följd av spekulationer mot den svenska kronan bl a i maj 1985, i februari 1990 och i okto-

Figur 7 Korta räntor i olika EG-länder, 1970-90.



Källa: Internationell finansstatistik.

ber 1990. Dessa spekulationstillfällen har alla resulterat i ökade differenser mot de utländska räntorna. Hur kommer situationen att te sig om några år? Norge är ett bra exempel. *Figur 6* visar skillnaden mellan den korta norska räntan och ecu-räntan och det branta fall i räntedifferens som blev följden av den norska ecu-anslutningen i oktober. Trots att Norge, med en hög arbetslöshet, hade kommit till rätta med löne- och prisbildningen var räntedifferensen fortfarande ca en procentenhet. Det har tagit sju månader att eliminera detta räntegap. Valutahandlarna säger att man, i USA, inte kan skilja på NOK och SEK så det var nog den

svenska ecu-anslutningen som gjorde att det norska räntegapet stängdes.

Ett grundtema i mitt anförande är att förtroende inte bara skapas med det formella beslutet. Vi har sett hur länder med stora offentliga sektorer, som Danmark och Nederländerna, fortfarande har bekymmer. Eftersom förtroendet för den ekonomiska politiken i hög grad avspeglas i den korta räntan kan det vara av intresse att studera hur den ser ut i de olika ERM-länderna, se *Figur 7*. Längst ned har vi tre länder, Tyskland, Nederländerna och Belgien, vars ekonomiska politik har gjort växelkursen trovärdig.

Snäppet ovanför finner vi tre länder, Ir-

land, Danmark och Frankrike, där löftet om en fast växelkurs inte är riktigt lika trovärdigt. Intressant är att Frankrike, som ända sedan 1984 har kämpat med att få ned inflationstakten, nu först efter sju år får sin belöning med en ränta endast ca 0,1 procentenheter ovanför den tyska.

Danmark, som har 18 år av kartoffelkur bakom sig och som i år får Europas lägsta inflation, har ännu inte fått marknadens fortroende i form av lägre korta räntor. Högst upp på skalan finner vi dels Storbritannien, som ju inte gick med i systemet förrän i oktober, dels Italien, ett land som har tillhört systemet ända från början och sedan början av 1990 har gått in i det snävare bandet på 2,25 procent, men löftet är inte trovärdigt eftersom man inte har fattat de finanspolitiska beslut som krävs för att skapa trovärdighet för den fasta växelkursen. Marknaden ger då obönhörligen sitt besked.

Mot en Europeisk Monetär Union

Sverige står inför ett vägval. Vi ansluter oss till vad som kallas en Europeisk Monetär Union. Det hävdas att vi kommer att använda denna hårda koppling, den fasta växelkursen, de avskaffade individuella valutorna, den gemensamma centralbanken, som ett medel att få ned den svenska inflationen. Jag tror inte att vi får den hjälpen. Vi ser hur allt fler länder börjar invända mot den stenhårda växelkursregimen. Storbritannien och i någon mån Danmark invänder mot bakgrund av den förlorade nationella suveräniteten. Tyskland och i någon mån Nederländerna ställer upp kravet att först sedan länderna har samma inflation kan växelkurserna lösas. Frankrike å sin sida kräver att man, innan man avskaffar växelkurserna, först ska skapa de politiska organen, bl a i form av ett starkt EG-parlament. Spanien och Irland varnar å andra sidan för att låsta växelkurser riskerar att skapa eftersatta regioner där möjligheterna till intern och extern devalvering inte längre finns.

Mot bakgrund av ovanstående, vill jag hävda att vi kommer att gå mot ett Europa på 1990-talet som kommer att bestå av en stark kärna kring Tyskland, Nederländerna och Belgien samt kanske Frankrike och Danmark, som kommer att kunna låsa sina växelkurser. Runt denna kärna kommer vi att få en krans av länder, Italien, Spanien, Portugal, Irland, Storbritannien, Norge, Sverige och Danmark, vars växelkurslöfte inte blir trovärdigare än den ekonomiska politik som ligger till grund för löftet. Sammanfattningsvis är detta ett steg i rätt riktning, men det är ett mycket litet steg. Det är nu som det blir spännande. Kommer 1992 att avvika från 1991, eller, vilket allting talar för just nu, ska vi åter begå samma misstag som för 19 år sedan.

Bengt Dennis:

Även om det inte är helt lätt att i denna kaskad av figurer, synpunkter och prognoser vaska fram vad som egentligen är Johan Lybecks huvudbudskap ska jag ta upp några av hans synpunkter.

För det första tycks Johan Lybeck och jag vara överens om behovet av att tackla sparandeunderskottet. Han exemplifierar detta på några områden som jag inte tog upp i mitt inledningsanförande, kommunerna, försäkringssektorn m fl. Jag tror att det är en riktig iakttagelse. Från Riksbanken brukar vi ofta tala om behovet av ett kommunalt skattestopp under en längre tid. Jag oroas över vad som händer när debiteringsstoppet släpps.

Johan Lybeck och jag tycks även vara överens om vilken trovärdighet man ska fasta vid själva ecu-anslutningen, nämligen att förtroendet inte skapas genom att byta system, utan genom politiken. Det är naturligtvis vanskligt att bedöma om vi nu bättre inser vad fastkurspolitiken kräver än vad vi gjorde 1973-77 i valutaormen eller från 1977 fram till idag. Jag tror inte att den dynamiska effekten av ecu-kopplingen i sig ska tillmätas någon större be-

tydelse. Det är den ekonomiska politik vi bedriver i förening med den politiskt-psykologiska effekten av ecu-kopplingen på förväntningarna som kan ge något resultat.

Min personliga bedömning är att om riksdagen inte hade fattat beslutet att söka medlemskap i EG så hade ecu-beslutet dröjt. Då hade jag först velat se mer av en anti-inflationspolitik. Jag menar, till skillnad från Johan Lybeck, att det har skett en viss attitydförändring i synen på den ekonomiska politiken. Realismen i den ekonomiska politiken är idag större än för tex två år sedan. Jag kan inte tolka de senaste tre årens strukturella och systempåverkande reformer annat än som en väsentlig attitydförändring hos politikerna. I det avseendet är jag betydligt mer optimistisk än Johan Lybeck. Om attityderna sedan håller loppet ut, vågar jag inte ha någon bestämd uppfattning om.

Låt mig även få göra en anmärkning till Johan Lybecks syn på hur ett EG-medlemskap skulle kunna påverka den offentliga sektorn. Visst har denna påverkan inte varit speciellt stor i tex Danmark och Nederländerna. Frågan är dock vart resonemanget leder. Nederländerna har sedan lång tid tillhör den hårda DEM-klubben och Danmark är nu på väg in i denna klubb. Det ger anledning till viss eftertänksamhet att både Nederländerna och Danmark, trots stora offentliga sektorer, har demonstrerat att det går att åstadkomma en framgångsrik hårdvalutapolitik inom ramen för EMS.

Danmark tycker jag man ska ta som ett intressant åskådningsexempel för vår egen del. När vi, från Riksbanken, under överhettningen förordade en stramare finanspolitik gick motargumenten ofta ut på att det liksom i Danmark inte lönade sig att strama åt, eftersom hushållen direkt kompenserar den indragna köpkraften genom ökad upplåning. Vårt svar var då att om köpkraftsindragningen är tillräckligt uthållig så kapitulerar till slut hushållen. Det är precis vad som har hänt i

Danmark och nu skördar man frukterna därav. Jag tycker Danmark är ett bra exempel på vad man kan åstadkomma om man är tillräckligt konsistent i sin fastkurspolitik.

Björn Rosengren:

De flesta ekonomer har välkomnat ecu-beslutet som ett sätt för Sverige att, tillsammans med de övriga europeiska länderna, föra en ansvarsfull politik. Frågan är i vilken ordning åtgärder bör vidtas för att uppnå framgång med en ecu-anslutning och i vad mån valet av tidpunkt för själva beslutet kan påverka framgången. Riksbankschefens resonemang utgick från att det var kombinationen av en förändring av den ekonomiska politiken och bytet av växelkurssystem som var nödvändig för att nå framgång. Dessutom framgick att det är Riksbanken som fattar beslutet om ecu-anknytningen och först därefter informerar regeringen. Samtidigt förutsätter Riksbankens beslut, för att det ska bli framgångsrikt, garantier för att regeringen är villig att föra den nödvändiga ekonomiska politiken. Jag skulle därför vilja veta varför tidpunkten var lämplig just nu. Vi har ju under en tid kant till att Sverige ska bli medlem i EG. Riksbanken har också deklarerat, ända sedan i december, det angelägna i att få ned inflationen. Först därefter skulle trovärdigheten, att denna lägre inflation skulle bestå, kunna förstärkas genom en koppling till DEM eller ECU.

Erfarenheterna från alla andra länder som har anslutit sig till EG, visar svårigheterna att fasa in inflationsbekämpningen. Belöningen i form av de eftersträvade lägre räntorna dröjer ofta. Under den senaste tiden har det omvända skett. Vi har fått belöningen med lägre räntor mycket snabbt, utan att ha vidtagit de nödvändiga åtgärderna. Kan detta innebära att fortsättningen blir ovanligt svår p g a minskad benägenhet hos politikerna att verkligen vidta de nödvändiga åtgärderna, som

riksbankschefen så pedagogiskt presenterade? Det är valår i år och politikerna tycks ta åt sig äran av att ha åstadkommit de lägre räntorna och att ha vänt ekonomin etc. Det vore intressant att höra riksbankschefens kommentar till detta. Det är inte de svenska företagen utan de utländska köparna av svenska räntebärande papper som sitter på nyckeln till en lugn valutakursutveckling i fortsättningen. Hur mycket kallt stål tål dessa marknadsaktörer i form av tveksamheter från politikerna. Hade det inte varit lättare att avvakta med ecu-anslutningen till senare i år när en ny regering hade gjort klart att man verkligen slår in på den nya vägen och när vi statistiskt hade kunnat registrera en lägre inflation. Då hade vi kunnat bekräfta utvecklingen av den ekonomiska politiken med en omläggning av växelkursregimen.

Assar Lindbeck:

Jag vill ställa tre frågor till Bengt Dennis och även ge vissa antydningar till svarsmöjligheter. Den första frågan är varför vi inte gick in i EMS i mitten av 1980-talet när vi verkligen kunde ha blivit medlemmar. Växelkursen låg då väl till och vi hade kunnat få en bromssträcka för kostnadsutvecklingen och kanske sluppit den efterföljande kostnadsinflationen och de problem som är förknippade därmed. Nu har vi ju inte gått in i EMS utan bara ensidigt deklarerat en anknytning. Bengt Dennis svarar troligen att vi då inte hade en EG-politik och att det därför saknades underlag för ett medlemskap. Det stämmer men är ändå sorgligt.

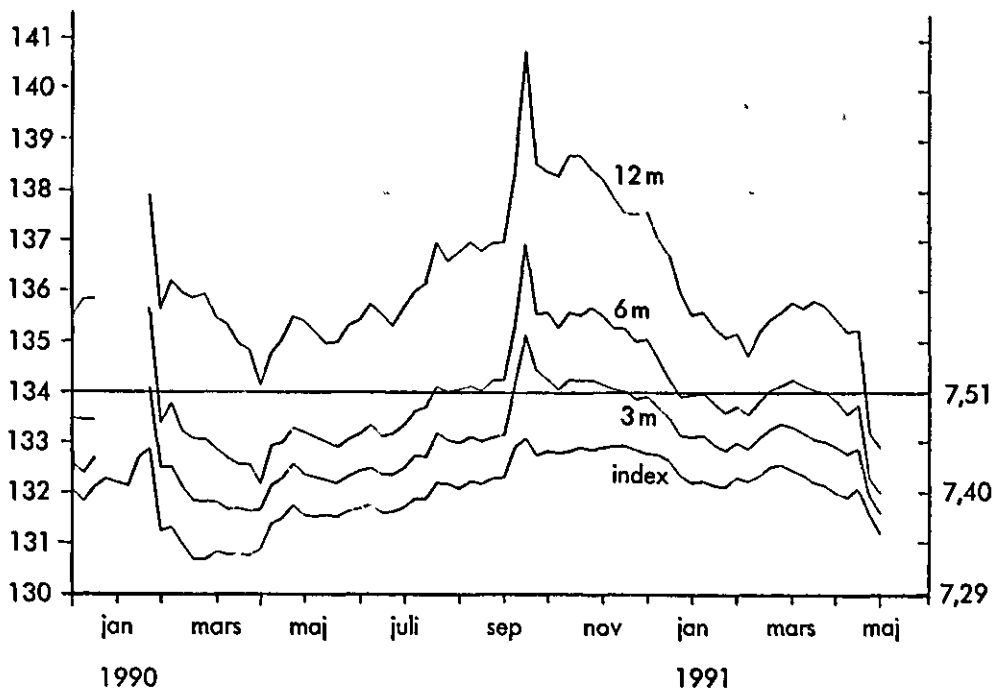
Tanken bakom en anslutning är att som Odysseus undvika sirenerna genom att binda händerna kring masten så att man inte kan ändra växelkurs. Det Bengt Dennis nu kan göra, när medlemskapet inte står öppet, är att luta sig mot masten och stoppa händerna i byxfickorna. Problemet är naturligtvis att händerna kan tas upp ur fickorna igen. Frågan är därför hur

bestående de förmånliga effekterna blir av att ha knäckt devalveringsförväntningarna. Varför var detta en så lyckad operation i den meningen att den tog kål på devalveringsförväntningarna och fick ned räntorna? Beror det på ett missförstånd; att folk faktiskt tror att vi inte kan devalvera? Egentligen har vi endast bytt valutakorg. Fanns det kanske spekulationer om att vi i samband med anknytningen skulle devalvera, men att riskerna för en devalvering har minskat eftersom ecu-anknytningen inte var kopplad till en devalvering. Har regeringen, genom att så kraftigt markera anknytningen till EG, höjt det politiska priset för en devalvering så att det idag skulle innebära en större prestigeförlust än tidigare? Är de finansiella aktörerna så sofistikerade att de tänker i dessa banor eller är de enbart så dumma att de bara missförstår – man ska inte underskatta dumhetens betydelse för utvecklingen?

Den tredje frågan gäller budgetunderskottet. Sparandet i Sverige är svagt, vilket framgår av bytesbalansens underskott trots att investeringskvoten inte är speciellt hög. Karakteristiskt för Sverige är dock inte att det offentliga sparandet skulle vara speciellt dåligt. Typiskt för OECD-länderna är att det offentliga sparandet ligger kring noll. I Sverige ligger det på ca två à tre procent av BNP. Statsbudgeten visar visserligen ett underskott på i storleksordningen 35 miljarder, men samtidigt investerar staten 40 miljarder. Det statliga sparandet är m a o fem miljarder. Sammantaget med sparandet inom försäkringssystemet har vi ett offentligt sparande på ett par procent av BNP.

Det är inte där problemet ligger. Den stora katastrofen är i stället det privata sparandet i Sverige där hushållsparandet är negativt. Det är där åtgärderna måste sättas in. Oron över det minskade offentliga sparandet är missriktad. Ska vi ha ett samhälle med privat näringsliv och företagsamhet måste vi ha privat ägande och då måste vi ha ett privat sparande. Det är

Figur 8 Valutakursindex och förväntad växelkurs januari 1990–maj 1991.



Källa: Riksbanken.

det privata sparandet som är Sveriges stora problem. Under 1980-talet kunde vi negligera det privata sparandet eftersom den privata sektorn ändå blev rikare genom värdestegringen på aktier. Det är svårare i dagens läge.

Mats Persson:

Jag kommer också att presentera siffror på räntedifferensen mellan Sverige och omvärlden om än på ett något annat sätt. Man kan, så att säga bakvägen, från räntedifferensen räkna ut vilken växelkurs marknaden förväntar sig att Sverige kommer att ha i framtiden. Studerar vi ränteskillnaden på tremånaderspapper framkommer marknads förväntning om växelkursen om tre månader; ränteskillnaden på sexmånaderspapper ger marknads förväntning om växelkursen om

sex månader o s v. Detta har jag gjort i Figur 8.

En fast växelkurs för Sverige betydde före ecu-anslutningen att valutaindex skulle ligga mellan 130 och 134. Om marknaden förväntade sig att växelkursindex om tex tre månader skulle ligga över 134 så var den fasta växelkursen inte trovärdig. Marknaden förväntade sig en devalvering. Eftersom siffrorna för 1990 med kommentarer finns i rapporten från SNS Konjunkturråd, ska jag koncentrera mig på utvecklingen efter 1990. Före presentationen av finansplanen, den 10 januari, låg tremånadersdifferensen runt index 134, vilket innebär att marknaden uppskattade sannolikheten för en devalvering inom tre månader till ca 50 procent. Däremot förväntade sig marknaden en devalvering inom sex månader. När fi-

nansplanen presenterades sjönk samtliga kurvor, dvs trovärdigheten för växelkursen steg. Det var dock först i och med ecuanslutningen i maj som en drastisk förbättring av växelkursens trovärdighet inträffade och to m tolv månaderskurvan hamnade under bandgränsen. För första gången sedan hösten 1989 är nu den svenska växelkurspolitiken trovärdig på tolv månaders sikt.

Vi ekonomer vet att Bengt Dennis står vid masten med händerna i byxfickorna och att han kan ta upp dem igen. Dessa siffror tyder dock på att marknaden inte tror att han tänker göra det. Vi ekonomer vet att det finns en rad långsiktiga problem som ännu inte är lösta, men marknaden har uppenbarligen förtroende för den svenska ekonomin och för den svenska växelkurspolitiken.

Johan Lybeck:

Jag vill kommentera Mats Perssons anförande där han försöker visa att marknaden nu säger att vi har en trovärdig växelkurs. Enligt min bedömning blandar han där ihop vad som brukar kallas *täckt* ("covered") med det som kallas *otäckt* ("uncovered") ränteparitet. Det är en sak att skillnaden mellan terminskursen och spotkursen måste motsvara räntemarginalen för att inte arbitragevinster ska uppstå. En helt annan sak är att, som Mats Persson, använda skillnaden mellan räntorna, till att göra marknads prognos på växelkursen. Det är helt riktigt att terminskursen är marknads bästa prognos på växelkursen vid ett visst tillfälle. Det finns dock tusentals empiriska studier som pekar på att marknaden har systematiskt fel. Den underskattar svängningarna och har ofta inte rätt ens på riktningen. Det är dock inte så konstigt för det är inte bara förväntningarna, utan i hög grad även likviditetsströmmarna, som styr räntorna. Många utlänningar har sagt sig att den dag Sverige knyter sig till ecun så kommer de svenska räntorna att falla. När anknyt-

ningen kommer strömmar så kapitalet in och räntorna går ned. När räntorna har stabiliserat sig plockas kapitalet tillbaka, varvid räntemarginalen stiger. Utlänningarnas beteende är m a o kortfristigt och kommer att leda till att räntemarginalen stiger. Därutöver kommer en stor mängd ledsna upptagare av korglån som inte kommer att förnya korglånen med de räntemarginaler som nu finns. Korglånen uppgår för närvarande till ca 300 miljarder och de kommer inte att förnyas under det närmaste halvåret. Det vore anmärkningsvärt om inte kombinationen av dessa två faktorer kommer att medföra att marginalerna både på kort och på lång sikt dramatiskt kommer att öka.

Lars Nabseth:

Jag trodde att vi de facto har fått en devalvering sedan 1982, med de skickliga förändringar som Riksbanken har vidtagit. När USD gick upp så dubblade vi dess värde i valutakorgen. När nu EG-valutorna är uppe och USD nere (och stigande) knyter vi oss istället till EG-valutorna. Om jag kommer ihåg rätt köpte jag DEM för 2,73 och FRF för 100 i början på 1980-talet. Idag är växelkurserna 3,59 respektive 106 à 107. Om USD nu fortsätter uppåt är det väl ganska klart att vi de facto har fått en devalvering på några procent.

Bengt Dennis:

Lars Nabseths fråga är den eviga frågan vi har haft i svensk växelkursdebatt under 1980-talet. Från Riksbankens sida brukar vi aldrig acceptera denna syn eftersom den valutakorg vi har praktiserat sedan 1977 är den korg som bäst reflekterar Sveriges konkurrenssituation på världsmarknaden. Det har varit mycket diskussion om det har varit en bra korg eller inte och hur väl den reflekterar verkligheten. Jämfört med valutafondens korg är skillnaderna små. De hade to m en något högre

andel USD. Visst kan man studera kronans utveckling mot enskilda valutor men om man godtar att den gamla korgen är en bättre reflektion av konkurrensförhållandena än den nya korgen, finns det inte fog för denna typ av kritik.

Björn Rosengrens fråga angående Riksbankens val av tidpunkt för ecu-beslutet är intressant. Det har hävdats att Riksbanken först skulle gå till regeringen för att se om den är beredd att driva rätt ekonomisk politik. För det första säger mig min erfarenhet efter lång tid i kanslihuset och åtta à nio år i Riksbanken att det är lätt att ställa frågor till regeringen men att det är mycket svårare att få svar. För det andra skulle Riksbanken, om man följde detta råd, bli regeringens fånge i varje politikbeslut. Jag vill avvisa grundtanken bakom det tänkandet.

Jag vill försvara vårt val av tidpunkt och hävda att det i hög grad präglas av konsistens. Sedan i december månad har frågan inte varit om vi skulle överge den gamla korgen utan *när* och *hur*. Enligt min mening skulle det vara klart olämpligt att knyta kronan till ecu *efter* att Sverige officiellt hade lämnat in en medlemskapsansökan. Från den dagen skulle Riksbanken hamna i en eld av frågor från marknaden om när det första steget mot en medverkan i det fulla växelkursarbetet skulle tas. Det är en situation som är svår att hantera. Skulle Riksbanken då undvika att svara skulle vi föda marknaden med rykten och förväntningar, i värsta fall också om en växelkursjustering. Min bedömning var att med ett beslut i riksdagen och med en medlemskapsansökan på väg, ska vi ge ett besked till marknaden så fort det går. Om det sedan skulle ske i mars, april eller i maj var mer en fråga om den interna processen i Riksbanken.

Är det då besvärligt att belöningen, i form av rantefallet, blev så stor och så snabb? Det inger oro eftersom politikerna gläds alldeles omåttligt åt detta rantefall. Risken är att behovet av en tillräck-

lig finanspolitisk åtstramning för att få en nedväxling till en lägre räntenivå, vilket finansplanen har pratat om i ett antal år, inte är lika tryckande. I det politiska livets ofrånkomliga dynamik finns det en uppenbar risk att man inte ser till trovärdigheten av politiken på sikt och därmed till möjligheterna att hålla fast vid de lägre räntenivåerna. I kombination med statsbudgetunderskottet utgör detta basen för min oro.

Assar Lindbeck var vänlig nog att förse mig med alternativa svar på varje fråga. Jag oroas av att vi, från ett år till ett annat, har en minskning av det offentliga sparandet motsvarande ca två à tre procent av BNP. Att vi i ett längre perspektiv kanske kan växla över detta till ett privat sparande hjälper oss inte i det korta perspektivet, särskilt om man, som Björn Rosengren, oroas av att motåtgärder inte sätts in mot budgetförsvagningen.

Assar Lindbeck frågar också varför vi inte gjorde något i mitten på 1980-talet. Jag vill bara påminna om att vi i mitten av 1980-talet hade en debatt om varför vi inte revalverade. Riksbankens svar var att det inte är motiverat att revalvera i en situation när konkurrenskraften försvagas. Om ett medlemskap i EMS stod öppet då, vet jag inte. Vi provade inte ens. Då fanns det goda skäl att både motsätta sig en revalvering och en EMS-anknytning. Bakgrunden var att vi då, vilket i efterhand har visat sig grovt felaktigt, trodde att den ekonomiska politiken snabbt skulle gå tillbaka till den strategi som regeringen hade lagt upp.

Assar Lindbecks tredje fråga gällde varför ecu-anknytningen lyckades? Jag vill nog hävda att marknaden inte är dum utan snarare att det ekonomisk-politiska priset uppenbarligen bedöms som utomordentligt högt, så högt att en växelkursjustering här får anses helt utesluten. Jag har aldrig trott att vi skulle "devalvera oss in i EMS". Det politiska priset var för högt redan före ecu-anknytningen.

Vi har åtskilliga gånger tidigare under

mina år i Riksbanken, men ej idag, haft problemet att hantera en situation när det yttre och det inre kravet på räntepolitiken, i det korta perspektivet, inte kunde koordineras med en penningpolitik som kan bedrivas inom ramen för ett fastkurs-system. Idag har vi en förhållandevis låg efterfrågan i svensk ekonomi och en recession. Den rantesänkning som nu har skett är förenlig både med de yttre och de inre kraven. Jag vet inte hur vi hade hanterat situationen om vi, under ett av överhettningssären, hade fått en medlemskapsansökan och därmed en ecu-anknytning och en kraftig effekt på räntorna. Inom ramen för ett fastkursystem är utrymmet för penningpolitiken mycket begränsat. Det finns, i allt väsentligt, egentligen endast en uppgift och det är vakthållandet av växelkursen. Det finns situationer som uppstår emellanåt, då penningpolitiken kan användas för andra ändamål men oftast inte under längre tid och endast under mycket speciella omständigheter. Vi har också framgångsrikt under kortare tidsperioder kunnat använda penningpolitiken på det sättet.

Jag tycker det är intressant att notera att ingen av debattörerna här, eller i den offentliga debatten, har ifrågasatt eller argumenterat för att vi skulle ha devalverat oss in i en ecu-anknytning. Jag tycker dock att det är en märklig kontrast mellan å ena sidan alla de rykten, förväntningar och spekulationer på marknaderna om att vi skulle justera växelkursen, och å andra sidan den gäspning som blev följden av beskedet att vi inte justerar växelkursen i samband med ecu-anknytningen. Kanske hade man redan ställt om förväntningarna.

Nils Lundgren:

För historieskrivningen vill jag påpeka att det blir i stort sett tautologiskt att havda att vi inte kunde revalvera eller knyta oss till EMS i mitten av 1980-talet med motiveringen att det skulle försämlra konkur-

renskraften, eftersom vi hade devalverat för mycket i början på 1980-talet. Alternativen var att antingen med hjälp av snabba kostnadstegringar vaxa in i växelkursen eller att justera växelkursen. Det var ett svårt beslut men själva kostnadstegringen räcker inte som invändning mot en revalvering eller EMS-anknytning. Problemet med den valda strategin var att när vi väl fick upp takten i kostnadsstegringarna blev bromssträcckan lång.

Jag tenderar att vara något mer optimistisk om förutsättningarna att finanspolitiskt klara situationen än vad som har framkommit hos de föregående talarna. För det första har vi nyss genomfört en skattereform som innebär att det privata sparandet stiger, om än inte riktigt i tillräcklig takt. För det andra är det politiskt bäddat för en rimlig ekonomisk politik, eftersom vi snart inträder i den korta period, direkt efter ett val, då det är möjligt att genomföra en politik som inte är omedelbart populär. Risken att man skulle hinna besluta om expansiva åtgärder före valet, ter sig tämligen liten. För det tredje tror jag att det politiska klimatet kan göra det möjligt att genomföra en rad besparingar på offentliga utgifter och samtidigt öka det privata sparandet. Reformeringen av socialförsäkringssystemet ger större självrisker och de ändrade reglerna för pensionssystemet kommer att stimulera hushållssparandet. Jag vill inte påstå att jag är helt lugn men endast påpeka att det finns en rad positiva inslag i utvecklingen och att det finns möjligheter att kunna behålla den fasta växelkursen till en rimlig social kostnad.

Till sist vill jag tacka alla för en trevlig debatt.