

*Kommentar:***Heikki Oksanen**
**Arbetarrörelsens Forskningsinsti-
tut**

I sin översikt av debatten om penningpolitikens verkningar under de senaste tio åren behandlar Niels Thygesen även frågor som alldeles speciellt berör de nordiska länderna. Enligt Thygesen är kopplingarna mellan penningpolitiken och valutakurspolitiken av speciell betydelse i Norden. Min avsikt är att kommentera denna fråga på basen av erfarenheterna från de två-tre senaste åren.

I alla de fyra nordiska länderna – Island känner jag inte till – har valutakurspolitiken de senaste åren präglats av rigida men justerbara växelkurser i förhållande till ormen eller i förhållandet till den valutakorg, som landet själv har valt. Enligt den sk monetära betalningsbalansteorin gäller, att om de utländska kapitaltransaktionerna är fria och utländska och inhemska skulder och tillgodohavanden är fullständiga substitut, så förorsakar en inhemsk kreditökning endast ett utflöde av kapital och en minskning av valutaservens, utan att inverka på till exempel den inhemska räntenivån eller den inhemska totalefterfrågan. I det fall att minskningen i valutaservens till

slut leder till en höjning av valutakurserna, påverkar detta den inhemska prisnivån och, enligt den monetära betalningsbalansteorin i sin rena form, endast prisnivån. Såsom också Thygesen påpekade i sin inledning, har de nordiska myndigheterna uttryckligen av sådana här orsaker fäst stor vikt vid valutaservens tillräcklighet och vid det, att valutakurserna hålls fasta.

Här behandlas penningpolitik i snäv bemärkelse, som kan definieras som centralbankens inhemska nettokreditexpansion. Innebörden av denna definition måste noga analyseras, och betyder tex för Finlands del, att bankernas centralbankskredit inte som sådan räknas höra till centralbankens kreditexpansion, utan till den ska räknas de kvoter centralbanken fastslår och vilka bankerna stegvis anpassar sin faktiska centralbanksskuld till (jfr Oksanen [1977]). Det föreligger dock inte orsak att här fördjupa sig i detaljer. Inte heller kommer vi här att befatta oss med den av Thygesen nämnda selektiva kreditpolitik som bedrivs i de nordiska länderna, som även kan ha totalekonomiska verkningar.

Den monetära betalningsbalansteorins idealfall innebär alltså, att den snävt definierade penningpolitiken måste inriktas

på den yttre jämvikten och underställas valutakurspolitiken, vare sig den är en politik med mer eller mindre fasta eller rörliga valutakurser. I detta fall kan man säga, att landet är monetärt icke-autonomt, eftersom man inte kan ställa upp texten förändring av den inhemska efterfrågan som mål för penningpolitiken.

En central fråga både då det gäller att bedöma eller att i praktiken bedriva penningpolitik är om de nordiska länderna är monetärt autonoma, dvs om de nordiska förhållandena avviker tillräckligt från denna den monetära betalningsbalans-teorins idealmodell. Endast i detta fall kan penningpolitiken ha så betydande verkningar, att länderna kan bedriva en självständig penningpolitik på tillräckligt lång sikt för att texten kunna dämpa konjunkturväxlingarna. Så är fallet, ifall de utländska kapitalrörelserna inte är fullständiga. Det kan i sin tur bero på att myndigheterna bedriver en effektiv kontroll av kapitalrörelserna eller att utländska och inhemska skulder och tillgodohavanden av någon annan orsak inte är fullständiga substitut.

En lat mans test av den monetära autonomi

Kapitalrörelsernas fullständighet eller effektiviteten av en eventuell kontroll är svår att mäta direkt. Man kan förstås försöka klarlägga denna fråga genom att, inom ramen för en strukturmodell över finansmarknaderna, estimerar ränte-elasticiteterna för kapitalflödena. Detta är dock problematiskt, då 1970-talet präglats av betydande institutionella förändringar och endast de två – tre senaste åren erbjuder tidsserier, som kan ge adekvata estimat för ränte-elasticiteter nu och i framtiden.

Men tursamt nog finns det ett test – det kunde kallas en lat mans test – som ger rätt mycket information om kapitalrörelsernas fullständighet att utgå från. Ifall kapitalrörelserna nämligen är fullständiga, måste den sk räntepariteten gälla. Det innebär, att den inhemska räntenivån måste vara lika med den utländska räntan plus kostnaderna för att skyd-

da sig mot valutarisker på terminsmarknaden. Om kapitalrörelserna är flexibla, förorsakar varje försök att påverka den inhemska räntan kapitalflödet mellan länderna och den enda effekten blir förändringar i valutareserven.

Om erfarenheten visar, att räntepariteten gäller, styrks uppfattningen om fullständiga kapitalrörelser och monetär osjälvständighet, fastän inte konklusivt. Orsaken till samstämmigheten kan ju vara ett rent sammanträffande eller texten, att centralbanken har velat hålla den inhemska räntan på en nivå som motsvarar räntenivån för mot kursrisker skyddade utländska krediter, fastän andra möjligheter funnits. Ifall man däremot konstaterar, att räntepariteten inte gäller, får uppfattningen om monetär autonomi ett starkt stöd, eftersom observationen inte är förenlig med antagandet om fullständiga kapitalrörelser.

Detta test kan utföras på de nordiska länderna. Det är lätt att få representativa tidsserier för räntan på de i detta sammanhang relevanta kortfristiga utländska lånen. De nordiska valutornas terminsdiskonto i förhållande till de viktigaste utländska valutorna står också att få – själv har jag använt veckodata. Att finna den relevanta inhemska räntan kan åtminstone då det gäller Finland förorsaka svårigheter, men riktgivande information kan trots det nås.

Beträffande de två – tre senaste åren befinner vi oss så till vida i en lycklig situation, att dessa tidsserier uppvisar variationer som gör testet meningsfullt. För Danmarks och Norges del har räntepariteten rätt så väl förverkligats. Avvikelseerna har räckt blott några månader. Hypotesen om bristande monetär autonomi kan alltså inte förkastas.

Detsamma gäller i stort sett för Sverige. Avvikelseerna från räntepariteten har i allmänhet inte varit stora, och då sådana förekommit, har de räckt blott 2–3 månader. Det är värt att notera, att avvikelsen mellan den kurssäkrade eurodollarräntan och Sveriges dagslåneränta mellan maj och augusti 1977 steg, först till 10 och sedan till hela 17 procent. Det

här berodde givetvis på ökningen av den svenska kronans terminsdiskonto som en följd av allt kraftigare devalveringsförväntningar. Det, att denna avvikelser från räntepariteten räckte blott omkring tre månader och att kapital i strida strömmar flöt ur landet och att man till slut var tvungen att devalvera den svenska kronan, måste ses som ett tecken på bristande monetär autonomi.

Finland avviker avsevärt från de övriga nordiska länderna. Under åren 1975–1977 höll sig differensen mellan den kurssäkrade utländska räntan och den inhemska växelräntan under mycket långa perioder kring tio procent. Räntedifferensen berodde framför allt på de kraftiga devalveringsförväntningar som försvagade marknaden på terminsmarknaden. Detta, att räntedifferensen höll sig så stor såpass långa perioder, måste ses som ett tecken på relativt långtgående monetär autonomi.

Förklaringen till att detta varit möjligt, torde bero på kontrollen av utländska kapitaltransaktioner. Avvikelserna från räntepariteten tyder på att kontrollen faktiskt haft betydelse.

Finland har kunnat bedriva kontroll av utländska kapitalrörelser bland annat därför, att de multinationella bolagen, vars kapitaltransaktioner är svårast att kontrollera, inte har så stor betydelse i Finland som tex i Sverige. I Finland är de utlandsägda bolagens andel av industriproduktionen endast omkring fem procent medan den i Sverige är tio procent. Speciellt betydelsefullt är väl därtill det faktum, att det finns ytterligare få betydande MNF hemmahörande i Finland, medan deras antal i Sverige är betydande.

Trots allt är det viktigt att inse, att tom Finlands monetära autonomi endast är relativ och att kontrollen av utländska kapitalrörelser fungerar bara i en riktning då man är långt ifrån räntepariteten. Detta beror givetvis på att man inte kan förhindra amorteringar av lån, varför kontrollen i ett land med en stor nettoskuld inte kan förhindra en minskning av nettoskulden. Ett exempel på detta

fick man i Finland senaste år, då kapitalkontrollen var oförmögen att förhindra en nettokapitalflykt till utlandet.

Slutsatser

Sammanfattningsvis kan man konstatera, att hypotesen om bristande monetär autonomi i de skandinaviska länderna – med undantag av Finland – inte kan förkastas. Detta har i praktiken betydande implikationer på skötseln av penningpolitiken, speciellt vad penningmängdens lämplighet som etappmål beträffar.

Penningmängden skulle vara ett relevant etappmål för en extremmonetaristisk politik, då man tror sig kunna låta valutakurserna bestämmas fritt efter det relativa kreditutbudet i de olika länderna. Det krävs stor tilltro till spekulationens stabiliserande roll på valutamarknaden om man anammar detta alternativ. De senaste årens historia tycks mig alls inte ge stöd för uppfattningen, att den penning- och valutakurspolitiska lösningen skulle vara så enkel. De rigida fastän justerbara valutakurserna synes bli bestående.

I ett sådant läge är det riskabelt att använda penningmängden som ett etappmål för penningpolitiken i länder vars monetära autonomi inte har kunnat bekräftas. Ifall kapitalrörelserna är relativt fullständiga, men centralbanken ändå låter den inhemska kreditexpansionen reagera på förändringarna i penningmängden, så påverkar detta ändå inte penningmängden, utan endast kapitalflödet och valutasreserven. Om centralbanken framhärdar i sin tro på möjligheten att påverka penningmängden och ytterligare ändrar den inhemska kreditexpansionen, leder detta till ytterligare förändringar i valutasreserven. Följden är oro på valutamarknaden utan någon underliggande egentlig ekonomiskt betingad orsak.

Inte heller den inhemska räntan är härvid något lämpligt etappmål, då den i varje fall bestäms enligt räntepariteten efter kostnaderna för kurssäkrade utländska lån. I dessa förhållanden är den snävt definierade penningpolitik, som

här har diskuterats, alltså bunden vid den yttre jämvikten och den valda valutakurspolitiken och den måste söka sina etappmål utgående från detta.

I Finland tycks den monetära autonomin vara mer omfattande än i de övriga nordiska länderna. Det innebär, att Finland inte har varit så bunden till den ekonomiska politik som bedrivs i andra länder, utan att Finland har haft frihet att göra sina egna misstag.

I ett längre historiskt perspektiv har det blivit på modet att tala om finska devalveringscykler. På 1950- och 1960-talen devalverade man i varannan lågkonjunktur och historien har varit likartad under 1970-talet, fastän den har varit mer händelsemättad. Man kan också tolka dessa händelser så, att man på 1970-talet har devalverat i varje lågkonjunktur, om också försiktigare. Devalveringscyklerna har inneburit, att man i Finland har avvikit från pris- eller kostnadsparitet för rätt så långa perioder, detta gäller också för ränteparitet åtminstone under 70-talet. Dessa avvikelser har ändå till slut lett till devalveringar, som enligt paritetsberäkningar åtminstone 1957 och 1967 var överstora och bäddade för en ny devalveringscykel. Det är ännu för tidigt att bedömma lämpligheten av devalveringarna 1977–78 (om devalveringscykler se Korpinen & Kykkänen [1974] samt Korkman [1978]).

Sammanfattningsvis kan man konstatera, att så länge Finland är villigt att och förmår upprätthålla en relativt stor monetär autonomi så påverkar dess egen penningpolitik också den inhemska efterfrågan och inte enbart den yttre jämvikten. Samtidigt innebär det, att man i penningpolitiken måste beakta ett flertal målsättningar och inte enbart som de senaste åren den yttre jämvikten. Koordineringen av penningpolitiken och valutakurspolitiken är utan tvivel, såsom Thygesen påpekade, en central fråga, fastän penningpolitiken inte får underordnas valutakurspolitiken. Givetvis måste även finanspolitiken koordineras med dessa. Ett exempel på detta erbju-

der år 1976, då i Finland en stram finanspolitik spädde på en också annars växande arbetslöshet. Det här ökade i sin tur devalveringsförväntningarna och minskade härigenom såväl penning- som valutakurspolitikens möjligheter.

Referenser

- Korkman, S, [1978], "A Devaluation Cycle", utkommer i *Oxford Economic Papers*, 1978
 Korpinen, P – Kykkänen, S, [1974], *Suomen Pankin valuuttakurspolitiikka 1945–1973* (Finlands Banks valutakurspolitik 1945–1973) i Arbetarrörelsens ekonomiska forskningsinstitut, "Katsaus" nr 3
 Oksanen, H, [1977] *Bank Liquidity and Lending in Finland 1950–1973*, Helsinki