

Behöver vi valutaregleringen?

Det främsta motivet bakom valutaregleringen har varit att underlätta en självständig stabiliseringspolitik i förhållande till utlandet. Lars Calmfors ifrågasätter i artikeln valutaregleringens stabiliseringspolitiska värde från tre utgångspunkter. För det första ifrågasätts själva målet om penningpolitisk självständighet. För det andra diskuteras valutaregleringens effektivitet. För det tredje pekas på alternativa medel som skulle kunna användas i stället för valutareglering.

Den svenska valutaregleringen, som syftar till att begränsa de finansiella kapitaltransaktionerna med utlandet, har tillkommit av framför allt stabiliseringspolitiska skäl. Det främsta syftet har varit att öka handlingsfriheten genom att förhindra sådana finansiella kapitalrörelser som kan hota en av omvärlden oberoende penningpolitik och kanske även kronans växelkurs.

Ett ställningstagande till om valutaregleringen behövs bör emellertid göras utifrån också andra aspekter än de rent stabiliseringspolitiska. Hänsyn bör tas till regleringens administrativa kostnader, till de samhällsekonomiska effektivitetsförluster som kan uppkomma till följd av restriktioner på företagens och hushållens beteende, till effekterna på inkomstfördelningen och till möjligheterna att upprätthålla en effektiv skattekontroll.

Någon sådan sammanfattande värdering ska dock inte göras här utan fram-

ställningen ska begränsas till det *stabiliseringspolitiska behovet av en valutareglering*, dvs till huvudmotiven för regleringen. Därvid kommer diskussionen att behandla dels *målen* bakom valutaregleringen, dels om valutaregleringen är lämplig som *medel* att uppnå dessa mål (i den mån som de eftersträvas). I huvudsak avser analysen det *långsiktiga* behovet av en valutareglering, men också de *kortsiktiga övergångsproblem* som kan uppstå just i samband med en eventuell avveckling av den nuvarande regleringen berörs avslutningsvis.

Valutaregleringens omfattning

Huvuddragen i valutaregleringen kan beskrivas på följande sätt.¹ Grundmotivet har varit att förhindra flöden av kortfristigt lätttröligt kapital. Därför är såväl svenska *portföljinvesteringar* i utlandet som utländska *portföljinvesteringar* i Sverige i princip förbjudna (med begreppet *portföljinvesteringar* avses då förutom köp av värdepapper också bl.a. banksättningar).

Finansiella lån till och från utlandet regleras likaså. Tidigare behandlades dessa mycket restriktivt. Behovet att fi-

Ekonom dr LARS CALMFORS är forskare vid Institutet för internationell ekonomi. Hans forskning har framförallt gällt frågor kring den svenska inflationens bestånds faktorer.

¹Jfr också kap 1 i *Valutareglering och ekonomisk politik* [1980] och Rosengren [1975].

nansiera de senaste årens bytesbalansunderskott har dock medfört en ändrad inställning till inflöden av finansiellt kapital och en omfattande medel- och långfristig *finansiell upplåning* i utlandet har inte bara medgivits utan också uppmuntrats.² Däremot behandlas finansiell lån-givning till utlandet fortfarande mycket restriktivt. I fråga om *direktinvesteringar* förekommer tillståndsprovning men dessa behandlas mycket liberalt.³

Löpande betalningar av transaktioner i *utrikeshandeln* berörs däremot inte av valutaregleringen. Också i fråga om *krediter i anslutning till utrikeshandeln* ger regleringen företagen stor frihet, vilket får konsekvenser som kommer att beröras längre fram.

De privata kapitalrörelserna och stabiliseringspolitiken

Man kan tala om två stabiliseringspolitiska huvudsyften med valutaregleringen.

Det första är att göra det möjligt att låta penningpolitiken primärt styras av interna stabiliseringspolitiska mål och inte av hänsyn till externbalansen. En expansiv penningpolitik i lågkonjunkturer med lägre räntor än i andra länder ska inte motverkas av finansiella kapitalutflöden som eventuellt hotar valutareserven. De kontraktiva effekterna av en restriktiv penningpolitik i en högkonjunktur ska inte motverkas av likviditetsökande kapitalinflöden.

Det andra målet är att förhindra att kapitalrörelser i samband med förväntningar om växelkursförändringar tvingar fram faktiska växelkursförändringar eller andra mer drastiska omläggningar av den ekonomiska politiken.

Diskussionen nedan ska ta dessa målsättningar till utgångspunkt. Följande tre frågeställningar kommer att behandlas.

(1) Hur ska man vardera målet om penningpolitisk självständighet i förhållande till omvärlden?

(2) Hur effektiv är valutaregleringen för att uppnå detta mål?

(3) Vilka alternativa medel skulle kunna användas i stället för valutaregleringen för att nå samma mål?

Målet om stabiliseringspolitisk självständighet

Den första diskussionspunkten gäller således hur man ska vardera det *övergripande* mål om maximal stabiliseringspolitisk handlingsfrihet som ligger bakom valutaregleringen. Med det keynesianska synsätt som dominerade på 50- och 60-talen var svaret självklart. Det gällde enligt denna syn att kontinuerligt använda så många medel som möjligt – inkl valutareglering – i syfte att vid varje tidpunkt kunna uppnå de uppställda stabiliseringspolitiska målen. Men mot bakgrund av 70-talets inflations- och arbetsloshetsproblem framstår inte längre detta renodlade keynesianska betraktelsesätt som särskilt meningsfullt. Detta synsätt tycks också vara på väg att trängas ut av en alternativ syn som betonar behovet av vissa långsiktiga "spelregler" för politiken snarare än maximal handlingsfrihet på kort sikt (jfr McCracken-rapporten och Lindbeck [1978]).

Med detta alternativa synsätt framstår behovet av ett stort antal stabiliseringspolitiska medel som betydligt mindre än med ett traditionellt keynesianskt betraktelsesätt. Detta ska inte tolkas som en sänkt ambitionsnivå för den ekonomiska politiken utan snarare som ett uttryck för att man blivit mer skeptisk till de praktiska möjligheterna att bedriva en

² Distinktionen mellan finansiell upplåning utomlands som numera tillåts och portföljinvesteringar i Sverige som är förbjudna, innebar i stort sett att svenska företag kan emittera nya obligationslån i utländsk valuta utomlands men att möjligheterna till handel över gränserna i "gamla" obligationer är starkt begränsade.

³ Se artiklar av Swedenborg samt Leksell och Widbeck i detta nr av *Ekonomisk Debatt*.

kortsiktig stabiliseringspolitik i syfte att utjämna varje fluktuation i tillväxt, sysselsättning, inflation m m. Svårigheterna att bedöma effekterna av vidtagna ekonomisk-politiska åtgärder framstår ofta som närmast oöverstigligen (vilket inte minst gäller penningpolitiken).

Man har också blivit mer medveten om avvägningsproblemen mellan en kortsiktigt alltför hög efterfrågan i samhället och den mer långsiktiga inflations- och sysselsättningsutvecklingen. I syfte att trygga målen om prisstabilitet och hög sysselsättning på lång sikt, är det därför enligt detta synsätt önskvart att bygga in vissa restriktioner på möjligheterna att på kort sikt föra en alltför expansiv efterfrågepolitik.⁴ Tanken är att detta ska förmå företag och arbetsmarknadsorganisationer att bli mer återhållsamma i pris- och lönebildningen. Detta skulle minska risken för att allvarliga inflations- och externbalansstörningar till slut tvingar fram drastiska åtstramningsåtgärder som leder till hög arbetslöshet.

Detta alternativa sätt att se på den ekonomiska politiken påverkar också synen på valutaregleringen. Följande resonemang ska därför föras utifrån det skisserade betraktelsesättet.

Valutaregleringen och penningpolitikens självständighet

En central utgångspunkt för den följande diskussionen gäller valet av växelkurspolitik. Det tycks vara en vedertagen uppfattning att en helt fritt flytande växelkurs inte är ett praktiskt-politiskt alternativ för Sverige på grund av riskerna för kraftiga kortsiktiga kursfluktuationer, som skulle få ett mycket kraftigt genomslag i en så öppen ekonomi som den svenska. Betydande enighet tycks i stället råda om att man i syfte att skapa en norm för den långsiktiga inflationstakten under normala förhållanden bör avstå

från växelkursförändringar som medel att upprätthålla extern balans.⁵ Detta synsätt är förenligt både med den nuvarande valutapolitiken, som innebär en *fast växelkurs* mot en korg av utländska valutor, och med en *aktiv växelkurspolitik*, som innebär att riksbanken aktivt styr växelkursen i syfte att nå uppsatta mål för export- och importprisutvecklingen i svenska kronor för att därmed påverka den svenska ekonomins tillväxt och inflationstakt i önskad riktning. För enkelhetens skull behandlas dock enbart fallet med en fast växelkurs nedan.

Innebörden av en fast växelkurs är att den inhemska pris- och loneutvecklingen på sikt måste följa inflationen i de länder mot vilka växelkursen hålls fast (den "genomsnittliga" inflationen i "korgländerna" med nuvarande valutapolitik), om den internationella konkurrenskraften ska kunna upprätthållas. Det lägger restriktioner på såväl arbetsmarknadsorganisationernas beteende som på den ekonomiska politiken. För penningpolitiken blir restriktionen att penningmängden på sikt måste öka i ungefär samma takt som i de länder mot vilka vi har en fast växelkurs — eventuella skillnader ska huvudsakligen återspegla skillnader i den långsiktiga tillväxttenden (jfr Myhrman [1975]).

Tillåts den inhemska penningmängden öka avsevärt snabbare än i omvärlden under någon längre tid, blir följden en snabbare inflation. Detta gäller oberoende av om en inflationsprocess startas av en alltför expansiv penningpolitik eller om en sådan politik bidrar till att hålla i gång en pris-löne-spiral som startats från kostnadssidan. I båda fallen kommer kostnadsläget i förhållande till utlandet att församras. Även om en penningpoli-

⁴ Detta synsätt innebar givetvis inte att man tar avstånd från *alla* former av kortsiktig stabiliseringspolitik utan endast att man i förhållande till nuläget vill minska möjligheterna.

⁵ Se i ex Konjunkturrådets rapport 1980-81.

· tik med snabb ökning av penningmängden och låga räntor till en början påverkar kapitalbildningen i den utlandskonkurrerande sektorn (K-sektorn) positivt, kommer de negativa effekterna på investeringarna av att lönsamheten sänks till följd av snabbare kostnadsstegringar än utomlands så småningom att överväga.⁶ Följden blir en minskad internationell konkurrenskraft: produktion och sysselsättning i K-sektorn minskar och bytesbalansen kommer kontinuerligt att församras. Till slut tvingas man därför antingen till en devalvering – som medför ytterligare prisstegringar – eller en hård åtstramning av den ekonomiska politiken med en kraftigt ökad arbetslöshet som följd.

Hur ska man då se på valutaregleringen i detta sammanhang? Ju större möjligheterna är till privata kapitalrörelser, desto svårare blir det uppenbarligen redan på kort sikt att föra en avsevärt mer stimulerande penningpolitik än i omvärlden, eftersom den omedelbara följden av en sådan lågrantepolitik blir ett finansiellt kapitalutflöde som kan hota valutareserven. Genom att minska ett sådant valutautflöde gör valutaregleringen det lättare att *på kort sikt* föra en mer expansiv penningpolitik än i omvärlden. Om detta sker tex för att man vill hindra en inhemsk kostnadsinflation från att leda till arbetslöshet, skjuts emellertid en nödvändig anpassning bara framåt i tiden och blir desto mer drastisk när den till sist måste sättas in. Om man som inslag i en långsiktig anti-inflationspolitik vill upprätthålla en viss växelkurs, kan därför värdet av den kortsiktigt ökade penningpolitiska självständighet som en valutareglering bidrar till ifrågasättas i många situationer. Man kan rentav argumentera för att fria kapitalrörelser spelar en positiv roll som en värdefull restriktion på möjligheterna att expandera efterfrågan alltför kraftigt – ett slags tidig varningssignal – som minskar riskerna

för att hamna i svåra krislagen.

Varderingen av penningpolitisk självständighet som mål i sig blir således beroende av en riskbedömning. Riskerna för konjunkturstörningar som *bör* motverkas genom en annorlunda penningpolitik än i omvärlden måste vägas mot riskerna för att den penningpolitiska självständigheten ska missbrukas och leda till en alltför expansiv politik. 70-talets erfarenheter är inte entydiga, men min bedömning är att de inhemska felgreppen (en alltför expansiv politik 73–76 som bidrog till kostnadskrisen, en alltför långsam anpassning uppåt av räntorna under 79/80 års snabba konjunkturuppgång, likvidiseringen av samhällsekonomin till följd av budgetunderskottet) snarast tyder på att en *mindre* penningpolitisk självständighet skulle bidra till en *bättre* stabiliseringspolitik.

De förväntningsstyrda kapitalrörelserna

Hur ska man då se på valutaregleringens roll när det gäller sådana kapitalrörelser som kan uppstå vid förväntningar om växelkursförändringar. Vid en ytlig analys kan det synas självklart att man bör motverka dessa kapitalrörelser just för att garantera att oönskade växelkursförändringar inte tvingas fram. Detta argument förtjänar emellertid att granskas närmare.

För det första behöver friare kapitalrörelser inte alls öka sannolikheten för växelkursförändringar. Det är tvärtom troligt att en ökad risk för förväntningsstyrda kapitalrörelser tvingar fram en så mycket större försiktighet i politiken att fundamentala balansrubbingar blir mindre vanliga (jfr ovan). Den populära

⁶ Ett vanligt fel i analyser som betonar de positiva effekterna på investeringarna av en lätt penningpolitik är just att man bortser från sambandet penningpolitik-kostnadsstegringar-lönsamhet.

föreställningen att förväntningar om växelkursjusteringar skulle uppstå mer eller mindre utan anledning och leda till sådana kapitalflöden att faktiska växelkursförändringar måste genomföras har heller knappast stöd i modern litteratur. Den betonar i stället just hur förväntningarna på valutamarknaderna bildas utifrån rationella överväganden med god tillgång till information.

För det andra talar mycket för att det snarast är en fördel om växelkursanpassningar och andra omläggningar av den ekonomiska politiken (tex en åtstramning av finanspolitiken) tvingas fram av "marknadskrafterna" om man väl hamnat i en situation som kräver detta. Det är en såväl internationell som svensk erfarenhet att beslutsfattarna i sådana lägen väntar alltför länge innan åtgärder vidtas (jfr tex dagens svenska situation).

Valutaregleringens effektivitet

Den andra frågeställningen som ska behandlas gäller hur effektiv valutaregleringen är och i vilken mån den verkligen ökar den kortsiktiga penningpolitiska självständigheten. Denna analys är givetvis av intresse oberoende av hur målet om stabiliseringspolitisk självständighet bedöms, eftersom varje värdering av valutaregleringen måste grundas på en uppskattning av de faktiska effekterna. Av central betydelse är då att valutaregleringen endast är *partiell* och att möjligheterna till kapitalrörelser därför är mycket stora även med nuvarande reglering.

För det första kan korta kapitalrörelser äga rum i anslutning till utrikeshandeln. En möjlighet ges av att både svenska och utländska importörer kan påskynda resp fördröja betalningarna av utestående handelskrediter, (sk "leads and lags"), vilket påverkar den utestående "nettostocken" av sådana krediter till utlandet. Sådana betalningsfor-

skjutningar ger lätt upphov till kapitalflöden på minst ett par miljarder i veckan. En andra möjlighet skapas av att svenska företag numera har frihet att välja mellan svensk och utländsk bankfinansiering av leverantörskrediter och importbetalningar. Slutligen finns också möjligheten att företag som tex i ett läge med förväntningar om en kommande svensk devalvering hindras från att göra finansiella placeringar i utlandet i stället köper utländska varor, så att ett tillbakahållet finansiellt kapitalutflöde "spiller över" på bytesbalansen.

För det andra skapas ytterligare möjligheter av den långfristiga privata upplåning i utlandet som sedan 1974 agt rum i syfte att täcka underskotten i bytesbalansen. Det finns två problem i detta sammanhang: ett *flödesproblem* som avser nyupplåning i utlandet och ett *stockproblem* som hänger samman med den upplåning som redan skett.

Med *flödesproblemet* avses att det krävs en kontinuerlig nyupplåning i utlandet när man har underskott i bytesbalansen, för att valutareserven ska kunna hållas uppe. Utformas inte penningpolitiken på ett sådant sätt att incitament skapas för en sådan utlandsupplåning, kommer den privata sektorns nyupplåning att minska. Det maximala "kapitalutflödet" i ett sådant läge uppgår dock högst till den planerade upplåning som inte blir av. Sjalvfallet kan valutaregleringen inte användas för att tvinga fram en sådan utlandsupplåning. Däremot kan en *alltför stor* upplåning i utlandet hindras i lägen med tendenser till kapitalinflöde.

Stockproblemet avser det utrymme för långa kapitalrörelser som skapas av den redan existerande "stocken" av privat utlandsupplåning som successivt ska amorteras. Dessa amorteringar ger upphov till kapitalutflöden om inte kreditpolitiken skapar incitament att ta upp nya lån som ersättning för dem som återbetalas. Även om valutaregleringen används

för att förhindra *förtida* amorteringar av gamla utlandslån, kan kontraktsevenliga återbetalningar naturligtvis inte hindras. Eftersom den privata sektorns och kommunernas amorteringar minst blir av storleksordningen 5–7 mdr kronor per år i början av 80-talet, har därmed ett betydande potentiellt utrymme för valutautflöden tillkommit, trots att valutaregleringen hindrar finansiell långivning till utlandet.

Oreglerade och reglerade kapitalrörelser

Den centrala frågan när man bedömer valutaregleringens effektivitet är i vilken mån tillåtna kapitalrörelser utgör ett alternativ till reglerade transaktioner. Det är ett vanligt fel att dra slutsatser om valutaregleringens effekter på det *totala* valutaflödet till utlandet från uppskattningar av effekterna på *någon enskild komponent* i kapitalbalansen; att en viss typ av kapitaltransaktioner reduceras med ett visst belopp genom åtgärder inom ramen för valutaregleringen innebär inte att det totala valutaflödet påverkas med samma belopp. Om vissa kapitalrörelser är oreglerade, kommer en tillbakahållen efterfrågan på en typ av finansiella tillgångar att åtminstone delvis "spilla över" på en annan. Dessa effekter gör det utomordentligt svårt att värdera valutaregleringens effektivitet.

Substitutionsmöjligheterna varierar emellertid kraftigt. För hushållen kan valutaregleringen betraktas som i det närmaste bindande. För hemmamärknadsföretag och kommuner begränsas möjligheterna till det utrymme som ges av den långfristiga finansiella utlandsuplåningen (jfr ovan). För företag med mer betydande utrikeshandel är dock möjligheterna i samband med denna mycket stora. Wihlborg [1980] har dragit slutsatsen att valutaregleringen för dessa företag inte innebär några större begränsningar av

möjligheterna till korta kapitalrörelser.⁷ Hans huvudargument är att även om valutaregleringen ökar kostnaderna för finansiella omplaceringar i förhållande till utlandet, så är det till stor del fråga om fasta kostnader; för ett företag som en gång skaffat sig den administrativa kapaciteten för att tex systematiskt variera betalningstidpunkterna efter ränteskillnader och förväntade växelkursförändringar, behöver kostnaden *på marginalen* för finansiella omplaceringar inte avsevärt påverkas.

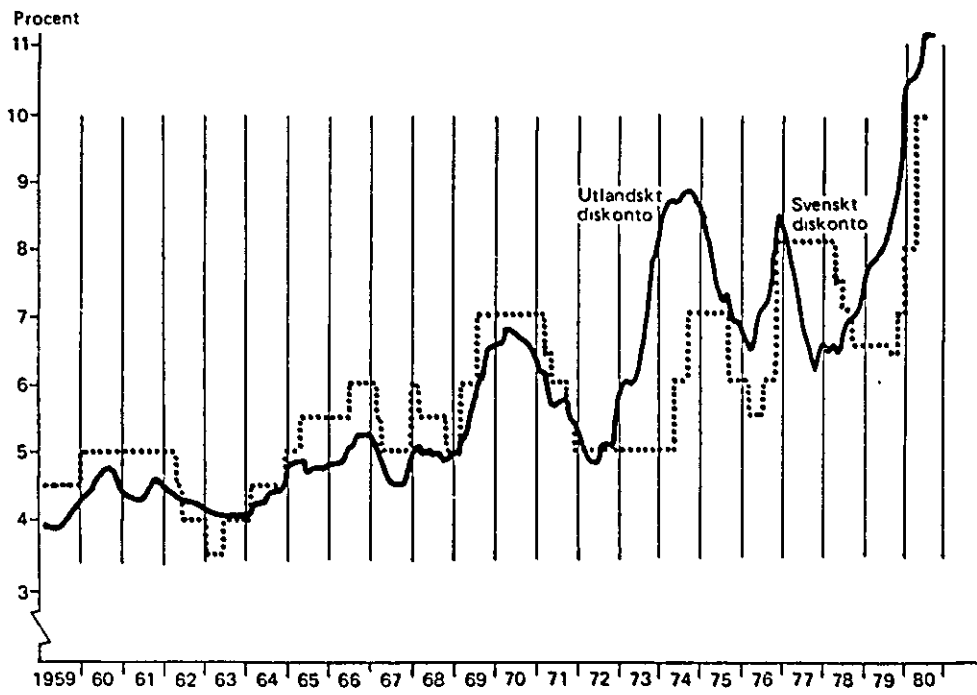
Valutaregleringen och utlandsberoendet

Även om valutaregleringens effekter inte kan ges precision i siffror, framgår dock av resonemangen ovan att det även med nuvarande valutareglering finns sådana möjligheter till kapitalrörelser att man lätt kommer upp i belopp som hotar valutareserven. Att detta inte enbart är fråga om teoretiska spekulationer bekräftas också av tex Franzén & Uggla [1978] som uppskattade det förväntningsstyrda valutautflödet under månaderna närmast före 1977 års devalvering till 6–8,5 mdr kr. Likaså pekar de få ekonometriska studier som företagits för Sverige på betydande möjligheter.⁸

⁷ Kap 5 i *Valutareglering och ekonomisk politik*.

⁸ Lybeck [1977] uppskattade att i den mån som riksbanken genom kreditstopp skapar en ransoneringsituation, så kommer överskottsefterfrågan på denna typ av inhemska krediter att till ca 45 procent tillgodoses av ett valutainflöde från utlandet. En diskontoförändring på en procentenhet uppskattades ge upphov till ett kapitalinflöde av engångskaraktär på 350 miljoner kr – detta gäller vid 1977 års BNP; siffran ökar i takt med BNP – och en permanent förbättring av kapitalbalansen på 150 miljoner kr. Enligt Grassman & Herin [1976] skulle en förändring av den inhemska komponenten av den monetära basen till nara hälften komma att motverkas av privata kapitalrörelser. Eftersom dessa studier gjorts så tidigt att de möjligheter som idag ges av den långfristiga privata utlandsuplåningen inte kunnat beaktas, får de angivna siffrorna betraktas som kraftiga underskattningar.

Figur 1. Det svenska diskontot jämfört med ett sammanvägt diskonto för hela OECD-området 1959–80. (Som vikter har andelarna i Sveriges utrikeshandel 1971–74 använts.)



Källa: Riksbanken.

I fråga om den *korta räntan* finns uppenbarligen redan idag en mycket stark koppling till utlandet främst på grund av möjligheterna till kapitalrörelser i samband med utrikeshandeln. Vidtagna diskontoändringar under 70-talet har i huvudsak motiverats av betalningsbalanshänsyn. Endast under kortare perioder med gynnsam bytesbalansutveckling och inga förväntningar om nedskrivning av kronan (1971–73 och 1978) har räntepolitiken kunnat utformas utifrån inhemska hänsyn.

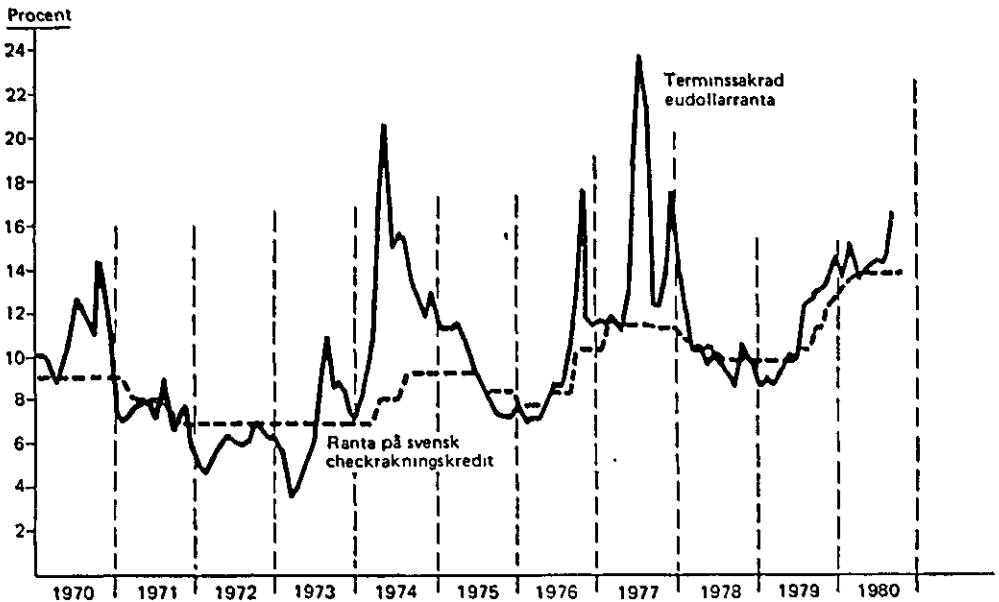
Den korta räntans utlandsberoende illustreras i figur 1 och 2. Figur 1, som visar det svenska diskontot jämfört med ett sammanvägt diskonto för hela OECD-området, ger en god bild av avkastningsskillnaderna under perioden 1959–73 då kronans växelkurs mot de

viktigaste valutorna var i stort sett stabil. Från 1973 ges dock en bättre bild av figur 2, som visar räntan på svenska checkräkningskrediter jämfört med kostnaden för 3-månaders terminssäkrade eurodollarlån.⁹ Man kan visa att kraftiga kapitalutflöden ägt rum just i samband med mer betydande avkastningsskillnader till utlandets förmån (1974, 1976 och 1977).

Också i fråga om den *långa räntan* har en direkt koppling till utlandet uppkommit under senare år till följd av den icke-statliga utlandsupplåningen. Valutareg-

⁹Under denna senare period har de förväntade avkastningsskillnaderna i hög grad påverkats av förväntningarna om vaxelkursförändringar, på vilka kostnaden för terminsräkning kan ses som en indikator.

Figur 2. Rantan på svensk checkräkningskredit jämförd med terminssakrad tremånaders eurodollarranta 1970-80.



Källa: Riksbanken

leringen bidrar dock här till att fordröja reaktionerna; utflödet per månad uppgår ju högst till de amorteringar som görs resp den nyupplåning som inte blir av. Regleringen är också fortfarande effektiv när det gäller att förhindra "långa" kapitalinflöden. Den kan därför sägas ha asymmetriska effekter på den långa rantan; möjligheterna att hålla en *högre* långrenta än omvärlden är fortfarande stora, men mer långsiktiga avvikelser *nedåt* underlättas knappast längre.

Den främsta stabiliseringspolitiska effekten av valutaregleringen är förmodligen att den underlättar en kreditransoneringspolitik – dvs en direkt kvantitativ begränsning av kreditmöjligheterna – riktad mot hushållen. En sådan selektiv kreditpolitik skulle vara verkningslös om kredittagare som utestängs från den inhemska kreditmarknaden i stället kunde få utländska krediter. Trots de möjligheter till kapitalrörelser som ändå finns,

torde valutaregleringen ändå vara relativt effektiv just när det gäller att begränsa kreditutbudet till hushållen. Men värdet av detta hänger helt samman med nuvarande höga marginalsatser; de gör ju hushållens kreditefterfrågan mycket okänslig för förändringar av räntorna före skatt, som däremot slår hårt på näringslivets investeringar. Skulle marginalsatserna sänkas till internationell nivå, skulle emellertid detta motiv för en selektiv kreditpolitik helt bortfalla.

Alternativa metoder

Den *tredje* frågeställningen är i vilken mån som *andra* metoder än valutareglering kan användas för att uppnå viss penningpolitisk självständighet. Som ovan diskuterats kan visserligen detta mål ifrågasättas. Men *förutsatt* att penningpolitisk autonomi eftersträvas, är det viktigt att diskutera om *andra* metoder än regleringar kan användas. Fördelen

med sådana mer "marknadskonforma" medel är att man kan utnyttja marknadsmekanismen som resursfördelningsinstrument, vilket bör öka sannolikheten för att de samhällsekonomiskt mest lönsamma transaktionerna kommer till stånd.

Följande alternativa metoder skulle kunna användas mer om valutaregleringen avvecklades: (1) en större valutareserv; (2) kompenserande statliga lånetransaktioner; (3) interventioner på terminsmarknaden och (4) finanspolitiska incitament. Dessa metoder ska kort kommenteras.

Valutareserven som buffert

En *första* metod är att öka valutareserven ytterligare genom en statlig långfristig "engångsupplåning" i utlandet. Detta skulle göra det möjligt att finansiera större privata kapitalutflöden utan att valutareserven når någon kritisk nedre gräns. En större valutareserv skulle öka möjligheterna att *tillfälligt* föra en mer expansiv penningpolitik än i utlandet utan att betalningsbalansrestriktionen blir bindande. Metoden medför emellertid en kostnad, nämligen skillnaden mellan de räntebetalningar till utlandet som man ådrar sig och de ränteutgifter som valutareserven ger.

Kompenserande statliga lånetransaktioner

En *andra* metod är att staten motverkar de privata kapitalrörelsernas effekter på valutareserven genom löpande lånetransaktioner med utlandet när behov uppkommer.

En fördel i förhållande till alternativet att genom "engångsupplåning" fylla på valutareserven är att man vid kompenserande statlig upplåning inte drar på sig några räntekostnader förän upplåningen verkligen behövs. Nackdelen är en större osäkerhet om att en tillräcklig valuta-

reserv kan uppbådas i en akut krissituation. Med dagens internationella kapitalmarknad måste möjligheterna att balansera tillfälliga privata kapitalrörelser genom statliga lånetransaktioner normalt dock betraktas som stora. Detta utgör en högst betydande skillnad gentemot förhållandena under 50- och 60-talen, då denna metod knappast stod till buds.

Operationer på terminsmarknaden

En *tredje* metod som direkt syftar till att påverka de privata kapitalrörelserna är att riksbanken ingriper med köp och försäljning av valutor på den sk terminsmarknaden. På denna marknad kan man köpa eller sälja utländsk valuta för "leverans" vid en senare tidpunkt till en i förväg bestämd kurs som kan skilja sig från dagskursen. Genom valutaregleringen har möjligheterna till sådana terminsaffärer i stort inskränkts till transaktioner i samband med utrikeshandel. Ett företag som väntar en exportlikvid i utländsk valuta, kan tex gardera sig mot kursfluktuationer genom att i förväg sälja denna utländska valuta på termin till en förutbestämd kurs. Men om terminsaffärer tillåts i större skala även i samband med rent finansiella transaktioner, skulle riksbanksoperationer på denna marknad kunna bli ett verksamt medel för att påverka de privata kapitalrörelserna.

Anta tex att en större devalvering väntas. I ett sådant läge kan det vara omöjligt att förhindra ett valutautflöde ens genom en kraftig räntehöjning, eftersom en så stor ränteskillnad till utlandet att den väger över risken för kursförluster troligen inte är tänkbar. Då kan riksbanken i stället sälja utländsk valuta (köpa kronor) på termin och därmed hålla uppe terminskursen på kronor, så att skillnaden mellan termins- och dagskurs inte blir alltför stor. Därigenom minskar

avkastningen på kurssakrade utlandsplaceringar, vilket minskar valutautflödet.

Denna metod har betydande fördelar. Den verkar via prismekanismen och kan tillgripas snabbt. Den påverkar också handelskrediterna, som är svåra att komma åt med andra metoder (inkl valuta-regleringen). Den har effekt också vid förväntade växelkursjusteringar. Den främsta nackdelen är att riksbanken kan göra stora förluster om man under en längre tid tvingas sälja utländsk valuta på termin till en lägre kurs än man köper på "spotmarknaden".¹⁰ Även om det är svårt att mer exakt ange i vilken utsträckning denna metod kunde användas om valutaregleringen avvecklades, visar dock utländska erfarenheter att betydligt mer omfattande operationer på terminsmarknaden än som hittills företagits är fullt möjliga.

Finanspolitiska incitament

En fjärde metod är slutligen att påverka de privata kapitalrörelserna genom finanspolitiska metoder (ränteutjämnings-skatte). Ett privat kapitalutflöde kan tex motverkas genom en hårdare beskattning av utländska än av inhemska ränteinkomster. Likaså kan man subventionera ränteutgifterna (oka avdragsmöjligheterna) vid lån från utlandet. Liknande åtgärder kan vidtas vid tendenser till kapitalinflöden. Dessa kan också kompletteras med en direkt reglering av rantorna på bankinlåning från utlandet.

Syftet med dessa åtgärder är att påverka lönsamheten av finansiella transaktioner över gränserna utan att den allmänna räntenivån påverkas. Också denna metod utnyttjar prismekanismen. Men tyvärr får man som alltid med finanspolitiska medel rakna med att det tar tid att vidta åtgärder. Finanspolitiska incitament kan därför knappast användas för "fine tuning" — om nu detta eftersträvas — eller för att snabbt stoppa ett valutautflöde som beror på devalveringsförvänt-

ningar. Däremot kan denna typ av åtgärder vara lämpliga om man under en längre tid vill upprätthålla en räntedifferens till omvärlden.

De alternativa medlens användning

Accepterar man målet om penningpolitisk självständighet — vilket som framhållits kan ifrågasättas — finns det uppenbarligen metoder med mindre negativa resursfördelningseffekter än valutaregleringen som skulle kunna användas i större utsträckning om denna avvecklades. En sådan avveckling innebär visserligen att den stabiliseringspolitiska självständigheten skulle minska, men skillnaderna skulle bli kvantitativa snarare än kvalitativa. De skisserade medlen kompletterar varandra i den mening att de först behandlade (en större valutareserv, mer av kompenserande statliga lånetransaktioner, mer av operationer på terminsmarknaden och variationer av räntan på utländska bankkonton i Sverige) har effekt redan på kort sikt, och därför kan användas för att "köpa tid" för de mer långsiktiga finanspolitiska åtgärderna.

Sammanfattning

Huvudslutsatserna kan sammanfattas på följande sätt.

- Det mål om penningpolitisk självständighet i förhållande till utlandet som fått motivera valutaregleringen framstår inte längre som självklart. Det är inte osannolikt att friare kapitalrörelser rent av skulle bidra till att såväl anti-inflations- som sysselsättningspolitiken blev mer framgångsrik sedd i ett längre tidsperspektiv.

¹⁰ Detta gäller särskilt om man tvingas till en devalvering, eftersom riksbanken då i förväg enligt utestående terminskontrakt förbundit sig att sälja utländsk valuta billigare (kopa kronor dyrare) än vad man tvingas kopa (sälja) till på spotmarknaden efter devalveringen.

● Även om man håller fast vid målet om penningpolitisk autonomi är valutaregleringen inte längre ett särskilt effektivt medel för att uppnå detta.

● Skulle man även fortsättningsvis sträva efter viss penningpolitisk självständighet, finns en hel uppsättning andra medel med mindre negativa resursfördelningseffekter som skulle kunna användas i större utsträckning om valutaregleringen avskaffades.

Min slutsats blir att det stabiliseringspolitiska värdet av valutaregleringen måste bedömas som så begränsat att en fortsatt valutareglering av nuvarande slag knappast kan motiveras av stabiliseringspolitiska skäl. Eftersom dessa utgjort huvudmotiven bakom regleringen, kan man därför ifrågasätta om valutaregleringen överhuvudtaget behövs, även om ett slutligt ställningstagande givetvis måste grundas på en helhetsbedömning innefattande också andra aspekter än de som behandlas här.

Vid ett sådant ställningstagande måste man emellertid hålla isär de rent *kortsiktiga* anpassningsproblem som kan uppstå just i samband med en avveckling av regleringen och de mer *långsiktiga* effekter på ekonomin som diskuterats här. Blandar man ihop dessa två typer av följder, kan det leda till en underskattning av svårigheterna med själva avregleringen och/eller att problemen att på lång sikt klara sig utan valutareglering överskattas.

Ett problem är att osäkerheten om vad som kommer att hända under själva *anpassningsperioden* vid en eventuell avveckling av valutaregleringen är mycket stor. Vi vet att kapitalrörelsernas *känslighet* för avkastningsförändringar skulle öka. Vi vet också att både stora bruttointflöden och bruttoutflöden skulle komma att åga rum eftersom möjligheterna för såväl svenskar som utlänningar att diversifiera sina finansiella portföljer skulle öka. Men det är omöjligt att veta om det

skulle bli fråga om ett *nettokapitalutflöde* eller ett *nettokapitalinflöde* om valutaregleringen avvecklades i ett läge med samma förväntade avkastning i Sverige som utomlands. För ett *nettoutflöde* talar att utgående kapitalrörelser är hårdare reglerade än ingående. För ett *nettoinflöde* talar att räntekostnaderna för hushållen efter skatt till följd av våra höga marginalskatter är lägre än utomlands vid samma räntor före skatt. Till osäkerheten bidrar också att allmänhetens beteende under själva anpassningsperioden kan komma att styras av överdrivna förväntningar om de långsiktiga effekterna och av farhågor att liberaliseringen endast är temporär.

Denna osäkerhet gör att man vid en eventuell avveckling av valutaregleringen måste vara beredd att använda de tidigare diskuterade alternativa medlen just för att mildra själva övergångsproblemen. En avreglering kan inte heller ske oberoende av det ekonomiska laget i övrigt. Den bör inte ske i ett läge med förväntningar om en förestående devaluering och/eller med betydande skillnader i förhållande till omvärlden i fråga om ränte- och likviditetsläge.

Nödvändiga förutsättningar för att dessa krav ska uppfyllas är förmodligen att nuvarande stora underskott i bytesbalans och statsbudget reduceras. Den takt varmed detta sker bestämmer också med vilken takt som en eventuell avveckling av valutaregleringen kan ske. Det finns emellertid ingen anledning att i så hög grad betona dessa *kortsiktiga anpassningsproblem* att de får styra valet av *långsiktig färdriktning*. Detta galler inte minst därför att det har är fråga om dubbelriktade samband: samtidigt som det ställs krav på den allmänna stabiliseringspolitiken i samband med en avreglering, skulle en avvecklad valutareglering bidra till att tvinga fram en mer ansvarsfull ekonomisk politik.

Referenser

- Bentzel, R., m.fl., [1980], "Stabiliseringspolitik för 80-talet", Konjunkturrådets rapport 1980-81, SNS, Stockholm
- Franzén, T., & Uggla, M., [1978], "Valutaoron sommaren 1977 - en analys av de förväntningsstyrda valutaströmmarna", *Ekonomisk Debatt*, årg 6, nr 2
- Grassman, S., & Herin, J., [1976], "De korta kapitalrörelsernas bestamningsfaktorer", *Den internationella bakgrunden*, SOU 1976: 27
- Lindbeck, A., [1978], "McCrackenrapporten - en kommentar", *Ekonomisk Debatt*, årg 6, nr 2
- Lybeck, J. A., [1977], "Effekterna av Riksbankens kreditpolitik på konsumtionen, investeringarna och importen av utländskt kapital", *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalstidskrift*, nr 1-2
- Myhrman, J., [1975], "Peningpolitik och valutapolitik i en öppen ekonomi", *Ekonomisk Debatt*, årg 3, nr 4
- Rosengren, B., [1975], "Valutareglering och nationell ekonomisk politik", Akademisk avhandling, Göteborg
- Towards Full Employment and Price Stability*, [1977]. A report to the OECD by a group of Independent Experts (The McCracken report)
- Valutareglering och ekonomisk politik*, [1980] expertrapporter från Valutakommittén, SOU 1980: 51
- Wihlborg, C., [1980] "Exchange Controls on Financial Capital Flows in Sweden - Implications for Costs to Firms Effectivness and Allocation," kap 5 i *Valutareglering och ekonomisk politik*, SOU 1980: 5