

Vägval i valutapolitiken: EMS eller autonomi?*

I den ekonomisk-politiska debatten höjs ibland röster för att Sverige borde knyta sin valuta till det europeiska valutasamarbetet EMS. I och med avvecklingen av valutaregleringen och det allmänna närmandet till EG tycks stödet för EMS-medlemskap ha ökat. Anders Vredin hävdar emellertid i denna artikel att Sverige fortfarande har en viss grad av penningpolitisk autonomi och att detta kan vara bra.

De internationella finansmarknaderna har, i likhet med de nationella finansiella marknaderna i många länder, genomgått en snabb utveckling under 1980-talet. De kraftiga förändringarna i fördelningen av sparande och investeringar – såväl mellan som inom olika länder – efter 1970-talets "utbudschocker" och stabiliseringspolitiska experiment har drivit fram finansiella innovationer och en allmän avreglering.

Det finns anledning att förmoda att utvecklingen av finansmarknaderna har ökat välfärden (eller åtminstone effektiviteten) i industriländernas ekonomier. En potentiell kostnad kan dock vara att utvecklingen också har minskat utrymmet för de penningpolitiska myndigheterna i ett enskilt land att stabilisera den inhemska realekonomiska utvecklingen.

Det tycks råda ganska stor enighet om att Sverige inte längre har någon högre grad av penningpolitisk autonomi, särskilt inte efter avvecklingen av valutaregleringen. Detta behöver i och för sig inte vara något problem, eftersom en obe-

roende penningpolitik inte nödvändigtvis är något eftersträvansvärt. Huvudargumentet för ett svenskt medlemskap i det europeiska valutasamarbetet EMS är ju att de inhemska myndigheternas handlingsfrihet begränsas, vilket kan ge stabiliseringspolitiken större trovärdighet. Ett annat argument för EMS-medlemskap är att ett sådant utgör en viktig del i ett allmänt närmande till EG.¹

Syftet med denna artikel är att förklara vilken betydelse valutareglering och växelkurspolitik har för den penningpolitiska autonomi. Vad menas egentligen med penningpolitisk autonomi och hur påverkas den av internationella kapitalrörelser? Varför skall inte valutaregleringar utnyttjas för att avskärma den inhemska kreditmarknaden från den internationella? Är en oberoende nationell penningpolitik över huvud taget möjlig utan valutareglering? Vill vi egentligen ha något utrymme för en oberoende penningpolitik? Dessa frågor behandlas i tur och ordning nedan, och "svaren" bör kunna vägas in vid bedömningen av huruvida

Ekonomikern ANDERS VREDIN är forskare vid Fackföreningsrörelsens institut för ekonomisk forskning (FIEF) och Konjunkturinstitutet.

* Forfattaren vill tacka Peter Englund, Harry Flam, Pertti Haaparanta, Magnus Henrekson, Lars Hörngren och Stefan Ingves för värdefulla synpunkter på tidigare versioner, samt Sparbankernas forskningsstiftelse för finansiellt stöd.

¹ Se Jakobsson [1989] för en presentation av några vanliga argument för EMS.

Sverige bör gå med i EMS eller ej. Resonemanget bör kunna vara giltigt inte bara för Sverige utan även för andra länder som fört en liknande penning- och valutapolitik, t ex Norge och Finland.²

Ett budskap i uppsatsen är att även med en nästan verkningslös (eller t o m helt avvecklad) valutareglering kan ett utrymme för en oberoende penningpolitik finnas. Detta kräver emellertid en viss flexibilitet i växelkursen. Frågan blir då om en rörlig valutakurs i allmänhet är att föredra framför en fast kurs. I den allmänna debatten betraktas ofta en fast växelkurs som det viktigaste målet för penningpolitiken. För att kunna avgöra vad som är en *optimal* penningpolitik räcker det emellertid inte att diskutera penningpolitiken i termer av intermediära mål som ränta och växelkurs. Dessa variabler är otvivelaktigt viktiga medel i penningpolitiken, men att behandla dem som slutliga mål kan leda till felaktiga slutsatser. Ett annat budskap i denna artikel är sålunda att det inte nödvändigtvis är optimalt att hålla en fast växelkurs, eller att vara medlem i EMS, även om detta skulle öka trovärdigheten för en anti-inflationspolitik.

Kapitalrörelser och penningpolitisk autonomi

Låt oss till att börja med diskutera frågan hur penningpolitikens villkor i en liten öppen ekonomi påverkas av finansiell integration med omvärlden. Det kan vara lämpligt att som utgångspunkt ta en traditionell keynesiansk lärobokmodell (IS-LM-modellen), där staten antas ha som *mål* att stabilisera varumarknaden (närmare bestämt BNP) i en situation med stela löner och priser samt med önskemål om (krav på) bibehållen jämvikt på de finansiella marknaderna. I denna modell är utbudet av pengar och obligationer, liksom räntan och valutakursen, *medel* (eller instrument) för penningpolitiken. Dessa fyra medel kan emellertid inte varieras

oberoende av varandra, inte ens om den internationella kapitalrörligheten är begränsad. Om de finansiella marknaderna skall vara i jämvikt, kan staten inte bestämma både priser och kvantiteter administrativt. Antingen fastläggs t ex ränta och valutakurs medan utbudet av pengar och obligationer anpassas till den efterfrågan som uppstår under dessa förutsättningar, eller vice versa. Myndigheterna har alltså, i denna enkla modellekonomi, tillgång till högst två penningpolitiska medel för att nå sitt BNP-mål.³

Vi kan nu se närmare på hur internationell integration av finansiella marknader påverkar utrymmet för styrning av den inhemska räntenivån. Rent allmänt kan man säga att olika finansiella tillgångar skiljer sig åt vad gäller såväl nivån på den förväntade avkastningen som variationen i denna avkastning, dvs risken. För att en enskild portföljförvaltare skall betrakta två tillgångar som helt likvärdiga krävs alltså (1) att den förväntade avkastningen är densamma och (2) antingen att risken är densamma *eller* att portföljförvaltaren inte bryr sig om risk (är riskneutral). För t ex inhemska och många utländska statsobligationer är konkursrisken obefintlig, men det finns risk för förändringar i valutakurser. För att dessa tillgångar skall betraktas som perfekta substitut krävs alltså att (den marginelle) placeraren inte bryr sig om valutakursrisken *och* att substitutionsmöjligheterna inte begränsas av valutareglering och andra transaktionskostnader.

Låt oss anta att inhemska och ut-

² Andra, i olika avseenden mer utförliga, översikter med tillämpningar på Sverige, Norge och/eller Finland, ges av Edison [1989], Englund m fl [1987], Kotilainen & Peura [1988], Flam & Horn [1989], Svensson [1989] samt NOU 1989:1. Genberg [1988] ger en allmän presentation av problemområdet växelkurspolitik.

³ Vi bortser alltså från andra än (marknadskonforma) penningpolitiska medel. Avvägningen mellan finans- och växelkurspolitik diskuteras av t ex Boyer [1978].

ländska obligationer verkligen betraktas som perfekta substitut. Detta innebär att internationella kapitalflöden kommer att medföra att den förväntade avkastningen på inhemska och utländska obligationer är densamma, dvs att den inhemska räntan är lika med den utländska *plus* den förväntade deprecieringen av den inhemska valutan.⁴ Av detta samband inser vi genast hur substitution mellan inhemska och utländska värdepapper påverkar det penningpolitiska handlingsutrymmet: Om internationell ränteparitet gäller, kan inte ränta och valutakurs bestämmas oberoende av varandra. Antingen låter man valutakurs och ränta fluktuera eller också låser man fast *båda* dessa instrument och låter penning- och obligationsstockarna anpassa sig för att skapa jämvikt på de finansiella marknaderna.

Om staten verkligen bara bekymrar sig om BNP:nivå (eller stabilitet), utgör inte internationella kapitalrörelser nödvändigtvis ett problem för penningpolitiken. Eftersom ett medel bör vara tillräckligt för att uppnå ett mål, behöver den penningpolitiska måluppfyllelsen inte vara lägre med fullständig substituerbarhet än när substitutionsmöjligheterna av olika skäl är begränsade. Växelkursen (eller penningmängden) kan i princip läggas fast på en sådan nivå att (den förväntade) avvikelser från BNP-målet blir så liten som möjligt. Om staten har målsättningar för fler variabler än BNP, vilket verkar sannolikt, kommer man dock i allmänhet att behöva ha mer än ett instrument till sitt förfogande. Detta innebär att perfekt substituerbarhet mellan inhemska och utländska obligationer kan upplevas som ett problem. En tolkning av begreppet penningpolitisk autonomi skulle alltså kunna vara att *ränta och valutakurs kan bestämmas oberoende av varandra*. Denna tolkning skiljer sig från en ofta förekommande uppfattning att den penningpolitiska autonomi definieras av möjligheten att styra ett enskilt instrument, van-

ligtvis penningmängden eller räntan. Här identifierar vi istället autonomi med möjligheten att fatta oberoende beslut om två olika instrument.⁵

Valutareglering

Eftersom den internationella kapitalrörelsen påverkar myndigheternas handlingsfrihet på det sätt som vi just har sett, kan det vara frestande att tillgripa olika former av valutareglering. Samma argument talar förstås för en allmän reglering av marknader, eftersom marknadsjämvikt i allmänhet kräver en viss konsistens mellan myndigheternas beslut om olika instrument (penningpolitiska såväl som andra). Argumenten mot valutareglering är givetvis också desamma som mot varje form av reglering: Fria marknader garanterar (under vissa antaganden!) högsta möjliga effektivitet och välfärd, medan regleringar (under samma antaganden, definitionsmässigt) leder till ineffektivitet.

Det kan vara värt att påpeka att det traditionella *laissez faire*-argumentets tillämplighet på valutamarknaden har ifrågasatts med hänvisning till att en valuta inte har något fundamentalt (substans-) värde och därför inte heller något entydigt jämviktspris. I avsaknad av växelkursstyrning från myndigheternas sida och/eller någon form av valutareglering skulle i så fall växelkurser inte kunna bestämmas (se Kareken & Wallace [1978], [1981] och Wallace [1979]). Detta argument bygger på extrema antaganden, bl a

⁴ Detta ranteparitetsvillkor betecknas i den internationella litteraturen ofta med UIP (for "uncovered interest parity").

⁵ Att myndigheterna önskar styra såväl ränta som valutakurs skulle kunna uppfattas som om man egentligen önskade styra realräntan. Om valutakursen har andra realekonomiska effekter än de via inflation och realränta – t ex på resursfördelningen mellan skyddad och konkurrensutsatt sektor – bör dock ränta och valutakurs ses som separata penningpolitiska instrument.

om perfekt rörliga löner och priser, och reser också frågan om växelkurspolitik spelar någon roll över huvud taget. Det är emellertid intressant att notera att valutaregleringar emellanåt har varit en viktig del av växelkurssamarbetet inom EMS (se Flam & Horn [1989] och Svensson [1989]).

Det faktum att den ekonomiska politiken under de senaste åren inriktats mot avreglering tyder på att välfärdsförlusterna av minskad effektivitet allt oftare uppfattas som ett större problem än eventuella marknadsmisslyckanden. Ett viktigt argument för en avreglering på valutapolitikens område har (åtminstone i Sverige) annars varit att regleringarna inte varit effektiva ens i den begränsade meningen att de varit *verkningsfulla*. Valutaregleringens brister torde vid det här laget vara väl kända, men kan för fullständighetens skull ändå behöva kommenteras i detta sammanhang.

Det principiella förbudet för *inhemsk* företag och hushåll att hålla *utländska* obligationer har urholkats i samband med bytesbalansunderskott och en växande utlandsskuld; en amortering av en skuld i utländsk valuta är ju liktydig med en nettoökning av innehavet av utländska värdepapper. Vidare har de förhållandevis liberala reglerna för *handelskrediter* i praktiken skapat ett stort utrymme för aktiv portföljförvaltning och internationella kapitalflöden. Tidigare upplevdes ändå förbudet för *utländska* placerare att förvärva *inhemsk* obligationer som bindande. Inte heller denna restriktion verkar emellertid ha haft någon praktisk betydelse på senare tid. Ett tecken på valutaregleringens bristande effektivitet i detta avseende är att s k *kurssäkrad ränteparitet* i allmänhet tycks vara (approximativt) uppfyllt.⁶ Detta innebär att t ex en inhemsk statsobligation ger samma avkastning som en utländsk dito, vars avkastning kan säljas på terminsmarknaden för valuta till en i förväg fastställd kurs. Den inhemsk räntan är alltså lika med den ut-

ländska räntan *plus* den procentuella avvikelsen mellan termins- och avistakursen på den utländska valutan (terminspremien). Exempelvis skulle en lägre utländsk ränta kompenseras av att den utländska valutan står högt i kurs på terminsmarknaden.

En viktig innebörd av kurssäkrad ränteparitet är att en reglering som förbjuder utlåningar att inneha inhemsk obligationer inte utgör någon reell begränsning av deras placeringsalternativ så länge de har obegränsad tillgång till terminsmarknaden: En utländsk placerare som önskar erhålla den svenska rantan kan köpa en utländsk obligation och sälja den utländska valutan (köpa svensk valuta) på termin. Ett efterfrågeöverskott (eller utbudsöverskott) på inhemsk obligationer kommer på detta sätt att spilla över till terminsmarknaden, där de jämviktsskapande krafter som valutaregleringen satt ur spel på den inhemsk marknaden istället kommer till uttryck.⁷

Det kan tyckas som om terminsmarknaden erbjuder ytterligare ett instrument för penningpolitiken. Operationer på terminsmarknaden har emellertid samma effekt på ränta (och valuta-reserv) som offentlig (netto-)försäljning av obligationer till utlandet, varför någon ökad reell handlingsfrihet inte föreligger. De olika operationerna har visserligen skilda effekter på det *privata valutaflödet*; varför detta skulle ha något penningpolitiskt in-

⁶ Se tex Englund, McPhee & Viotti [1985].

⁷ Det har påpekats att det empiriska stödet för kurssäkrad ränteparitet inte innebär att valutaregleringar i alla avseenden är verkningslösa (se tex Franzen [1988]). En reglering kan exempelvis vara bindande för obligationer med längre löptid, där terminsmarknaden inte är fullt utvecklad. Terminskontrakt har inte heller exakt samma (låga) kursrisk som statsobligationer. Vidare kan valutaregleringar fylla en funktion genom att begränsa skatteflykt och därmed skapa viss "finanspolitisk autonomi".

tresse är emellertid inte uppenbart.⁸

Om valutaregleringen inte har varit effektiv, skall man inte förvänta sig att avvecklingen leder vare sig till ett ändrat ränteläge, stora nettokapitalflöden – eller minskad penningpolitisk autonomi. Vissa effekter på bruttoflöden och relativpriser på olika finansiella tillgångar kan bli följden av önskade förändringar i privata portföljer, precis som vid avregleringen av den inhemska kreditmarknaden. En fullständig avveckling av det breda spektrum av regleringar som valutaregleringen innehållit (varav några faktiskt kommer att kvarstå), medför sannolikt stora effekter på mikronivå i och med att enskilda hushåll och företag får vidgade placeringsmöjligheter. Vi intresserar oss emellertid här främst för effekterna på det allmänna ränteläget. Det är då viktigt att betona att det faktum att *valutaregleringen satts ur spel innebär inte att det saknas utrymme för en oberoende penningpolitik* (eller att detta utrymme minskats). Valutareglering är nämligen inte ett nödvändigt villkor för penningpolitisk autonomi. Vi återkommer därmed till frågan om vad som bestämmer substituerbarheten mellan olika finansiella tillgångar.

Valutarisk och ränteberoende

Om terminspremien på valuta motsvarade den förväntade växelkursförändringen skulle det faktum att villkoret om kurssäkrad ränteparitet är uppfyllt också innebära att det inte finns någon penningpolitisk autonomi, åtminstone inte med den ovan givna definitionen av detta begrepp. Som tidigare påpekats är en förutsättning för perfekt substituerbarhet mellan inhemska och utländska obligationer (så länge valutarisk föreligger) att den marginelle placeraren är riskneutral. Om den som tar en position i någon tillgång med valutarisk däremot kräver en *riskpremie*, utöver kompensation för den förväntade växelkursjusteringen, är kurssäkrad ränteparitet inte liktydigt med full-

ständigt ränteberoende (avsaknad av penningpolitisk autonomi).

De flesta empiriska studier tyder på att (icke kurssäkrade) obligationer i olika valutor inte betraktas som perfekta substitut.⁹ Detta är en indikation på att riskpremier förekommer. I och för sig skulle det också kunna vara tecken på höga transaktionskostnader, irrationella förväntningar eller marknadsineffektivitet (t ex beroende på valutaregleringar). Det faktum att arbitrageverksamhet i allmänhet tillser att kurssäkrad ränteparitet är uppfyllt talar emellertid mot hypoteserna om transaktionskostnader och marknadsineffektivitet. Hypotesen om systematiska förväntningsfel är svårare att avvisa eftersom vi inte har något bra mått på de faktiska förväntningarna om växelkursförändringar. Det bör också understrykas att till synes systematiska prognosfel skulle kunna förklaras av att "marknaden" åsätter en kraftig plötslig valutakursjustering, t ex en devalvering, en viss sannolikhet – även om sådana händelser är relativt sällsynta. I så fall behöver de observerade ränteskillnaderna varken vara tecken på någon riskpremie eller irrationella förväntningar. (Detta problem går i litteraturen under beteckningen "pesoproblemet".)

Observera att förväntningar om växelkursförändringar visserligen skapar avvikelser mellan inhemska och utländska räntor, men att detta, enligt resonemanget ovan, inte är ett tecken på pen-

⁸ Se Vredin [1988a], kap 2 och [1988b] samt Henrikson [1987] för en vidare diskussion av den svenska situationen. Liknande analyser av Finland och Norge har genomförts av Johansson [1986] respektive Skjæveland [1987].

⁹ Se tex översikten av Hörngren & Vredin [1988]. Test på svenska och norska data har genomförts av Hörngren & Vredin [1989] respektive Vikören [1989]. Det bör noteras att det relevanta måttet på den utländska räntan i dessa fall är ett vagt genomsnitt av utländska räntor, där vikterna exakt motsvarar respektive lands vikt i den officiella valutakorogen.

ningpolitisk autonomi. Att de penningpolitiska myndigheterna kan påverka nominalräntor, inflationstakt m m genom att framkalla sådana förväntningar brukar uppfattas som tämligen självklart och är utan intresse för frågan om utrymmet för en oberoende, ändamålsenlig, politik. En eventuell riskpremie, å andra sidan, skapar en kilt mellan inhemska och utländska räntor vid *givna* växelkursförväntningar. Även om marknaden inte förväntar sig någon devalvering eller revalvering (dvs den förväntade växelkursjusteringen är lika med noll) kan alltså själva risken för växelkursförändringar ge upphov till en räntedifferens.

Tanken på riskpremier som en garant för penningpolitisk autonomi tycks ha fått fäste i den svenska riksbanksledningen, men flera ekonomer har rest frågan om en eventuell riskpremie på kronan verkligen kan manipuleras i penningpolitiskt syfte. Man kan emellertid se riskpremier som en mikroteoretisk motivering till det ganska godtyckliga antagandet om imperfekt substituerbarhet som karakteriserar traditionella portföljvalsmodeller. De senares beskrivningar av effekterna av tex öppna marknadsoperationer bör då kunna äga giltighet, även i avsaknad av valutaregleringar och andra marknadsimperfectioner. Till detta kommer möjligheten att påverka riskpremiens storlek genom växelkurspolitikens utformning (se tex Hörngren & Viotti [1985] för en "fallstudie").

Ett problem i detta sammanhang är att det har visat sig svårt att *förklara* faktiska räntedifferenser med hjälp av teoretiska modeller för riskpremier. Likaså har det visat sig svårt att finna något samband mellan kapitalflöden och räntedifferenser justerade för växelkursförändringar (dvs olika mått på riskpremien).¹⁰ Empiriska studier av internationella ränteskillnader och kapitalflöden tyder absolut inte på någon låg grad av penningpolitisk autonomi för enskilda länder; tvärtom ger de flesta studier indikationer om en förvä-

nansvärt (och t o m osannolikt) stor autonomi. På grund av ovannämnda tolkningsproblem kan de empiriska studierna dock inte erbjuda något precist mått på ränteberoendet. Det är främst *teoretiska* skäl (och i viss mån riksbankens praktiska erfarenheter) som ger oss anledning att tro att utformningen av växelkurspolitiken gör inhemska och utländska finansiella tillgångar till imperfekta substitut och att öppna marknadsoperationer, via portföljförvaltarnas krav på riskpremier, kan påverka räntan på inhemska obligationer.

Optimal växelkurspolitik

Frågan om utrymmet för en oberoende penningpolitik är givetvis mycket viktig, men eftersom ränteberoende knappast bör ses som ett stabiliseringspolitiskt mål, blir nästa fråga vilken penning- och växelkurspolitik som är *optimal*: en helt fast växelkurs, ingen valutarisk och därmed fullständigt ränteberoende, eller en viss flexibilitet i växelkurspolitiken och därmed autonomi? Det skulle ju med visst fog kunna hävdas att fasta växelkurser, genom att bidra till allmän ekonomisk stabilitet, skulle kunna vara välfärdshöjande; politiken bör sålunda syfta till att minska risker och osäkerhet hos företag och hushåll, inte att introducera nya sådana i ett missriktat försök att bli "effektiv". Detta argument bortser emellertid från att osäkerheten också har andra källor än den ekonomiska politiken. Det borde i princip vara möjligt att genom en lämpligt utformad politik minska den *totala* risken för svängningar i produktion, konsumtion etc. En flexibel växelkurs skulle sålunda kunna syfta till att minska variabiliteten i BNP.

¹⁰ Detta gäller oavsett om man justerar kapitalflödessiffrorna med hänsyn till stockförändringar på terminsmarknaden (vilket är det logiskt riktiga) eller ej (vilket är vanligast i praktiken). Se tex Hirdman [1987] och Vredin [1988b].

Betydelsen av utformningen av växelkurspolitiken kan illustreras med hjälp av den enkla läroboksmo­dell vi inledningsvis refererade till. Resonemanget bygger på Pooles [1970] inflytelserika analys av den optimala penningpolitiken för en sluten ekonomi.¹¹

I den enkla keynesianska modellvärlden finns två transmissionsmekanismer från penningpolitiken till ekonomins reala sida. För det första kommer förändringar i valutakurser att påverka sysselsättning och produktion via förändrad "konkurrenskraft". För det andra kan produktionen påverkas genom förändringar i räntan och därmed förknippade förändringar i sparande och investeringar. Givet dessa båda transmissionsmekanismer och vissa slumpmässiga störningar i ekonomin, har penningpolitiken att utforma en strategi för att minimera den förväntade variationen i BNP. Om ekonomin i första hand drabbas av störningar på de finansiella marknaderna kan det vara lämpligt att fixera ränta och/eller valutakurs. Med fast växelkurs och ränta skärs transmissionsmekanismerna helt av och störningarna (som då får absorberas genom kvantitetsanpassning, dvs av penningmängden) får inga verkningar på ekonomins reala sida. Om störningarna å andra sidan främst uppträder just på varumarknaden kan det vara lämpligt att låta ränta och/eller växelkurs anpassas så att effekterna på produktionen i största möjliga utsträckning motverkas. Har myndigheterna möjlighet att kontinuerligt reagera på störningar är det i allmänhet optimalt med någon form av "managed float", där t ex penningmängden varierar med hänsyn till förändringar i valutakursen (eller vice versa).

Om en optimal penningpolitik skall bygga på en långtgående valutakursstyrning uppstår frågan om vilken (eller vilka) växelkurs(er) som skall upprätthållas. Knyts kronan närmare till D-marken innebär detta sannolikt större variation gentemot dollarn. Det skulle här föra för

långt att gå närmare in på teorin om "optimala valutaområden", men huvudbudskapet i denna forskningsgren är att länder som är "lika" (t ex utsatta för samma störningar) eller redan väl integrerade (med avseende på varuhandel, faktorrörelser etc) bör hålla fasta växelkurser.

Huruvida en rörlig eller fast växelkurs är optimal beror bl a på graden av flexibilitet i löner och priser.¹² Om arbetsmarknaden inte karakteriseras av trögrörliga nominallöner (som kanske i stället rent av är indexerade till den allmänna prisnivån) försvagas motiven för flexibilitet i valutakurspolitiken. För våra syften är emellertid det viktigaste budskapet från teorin för optimal växelkurspolitik att såväl en rörlig som en fast växelkurs kan vara förenlig med grundläggande stabiliseringspolitiska mål – under olika förhållanden vad gäller ekonomins struktur och karaktären hos de störningar den utsätts för.

Trovärdighetsproblemet

Keynesianismen har under 1970- och 1980-talen varit utsatt för stark kritik såväl vad gäller dess antaganden om ekonomins funktionssätt som dess rekommendationer om en aktiv stabiliseringspolitik. Antagandet om att löner och priser i allmänhet är trögrörliga har betecknats som både godtyckligt och felaktigt. Att beskriva stabiliseringspolitiken i termer av ett enkelt optimeringsproblem, inom ramen för en statisk modell, kan också tyckas vara alltför naivt och missvisande. I varje fall står antagandet om statens rationalitet i alltför skarp kontrast till de bristfälliga motiveringarna av den privata sektorns beteenden. Sålunda har frågan om samspelet mellan arbetsmarknadens funktionssätt och utformningen av den

¹¹ Mer sofistikerade modeller, som leder till liknande slutsatser, analyseras av Henderson [1984] och Genberg [1988].

¹² Se t ex Flood & Marion [1982].

ekonomiska politiken ägnats stort intresse under senare år.

Ett problem som fått stor uppmärksamhet är att måluppfyllelsen i den ekonomiska politiken kan hämmas p g a bristande *trovärdighet*. Antag tex att staten lovat arbetsmarknadens parter att föra en viss penningpolitik, innebärande en viss växelkursnivå eller inflationstakt.¹³ Om den utlovade politiken resulterar i en viss (icke indexreglerad) löneökning, varpå produktion och sysselsättning av olika skäl visar sig bli lägre än önskvärt, kommer de stabiliseringspolitiskt ansvariga att ha skäl att skapa högre inflation och lägre reallöner. Risken för ett sådant förlopp kommer emellertid att beaktas i löneförhandlingarna, varvid en tendens till en högre inflation (vid given arbetslöshet) uppstår.

Det är frågan om hur trovärdigheten för en anti-inflationspolitik skall kunna ökas som ligger bakom diskussionen om behovet av stabiliseringspolitiska "normer" (se tex Söderström m fl [1985]). I idealfallet kan de ansvariga för den ekonomiska politiken binda sig själva "vid masten" genom konstitutionella reformer, men det är just det osannolika i sådana bindningar som utlöst hela diskussionen kring trovärdighetsproblemet. En annan, mer realistisk, lösning är att trovärdighet för en viss politik etableras genom att myndigheterna under en viss tid demonstrerar sin vilja och skapar ett visst anseende. Andra alternativ som har diskuterats är att utse en oberoende (och konservativ!) riksbankschef och att genom olika reformer minska myndigheternas incitament att föra inflationistisk ekonomisk politik, tex genom en allmän indexering av avtal om löner m m.

I princip borde alltså trovärdighetsproblemet kunna lösas genom förändringar i de ekonomisk-politiska spelreglerna. Det är mot denna bakgrund som Riksbankens norm om att staten inte skall låna utomlands skall ses. En avveckling av valutaregleringen har också motiverats

med hänvisning till trovärdighetsargumentet. Den exakta kopplingen mellan dessa reformer och den ekonomiska politikens trovärdighet får dock sägas vara hölj d i dunkel.

Det har också hävdats att Sverige borde lägga fast sin valutakurs inom ramen för EMS (European Monetary System) för att på så sätt uppnå större trovärdighet för penningpolitiken.¹⁴ En viktig skillnad mellan det traditionella argumentet för en fast växelkurs och trovärdighetsargumentet är att det förra är ett argument för helt fasta växelkurser medan det senare är ett argument för internationellt växelkurssamarbete. Det viktiga med ett medlemskap i EMS skulle alltså inte vara att kronkursen stabiliseras – det skulle sannolikt inte bli fallet i förhållande till dollar och andra valutor utanför EMS – utan att myndigheterna binder upp sig för en viss politik på ett sätt som annars inte vore möjligt. Om den svenske finansministern inte kan binda sig själv, eller landets riksbankschef, vid masten, skulle han alltså åtminstone kunna haka fast vid sina europeiska kolleger. Observera att enbart förändringar i den svenska valutakorgens sammansättning, så att den får samma vikter som de som råder inom EMS, inte kan förväntas ge ökad trovärdighet. För detta krävs, enligt trovärdighetsargumentets förespråkare, de ökade bindningar som ett internationellt samarbete medför.

Det bör emellertid understrykas att trovärdighet för en viss inflationspolitik, precis som "penningpolitisk autonomi", inte har något egenvärde. Frågan är, återigen, vad som kännetecknar en *optimal* politik. Argumenten för en strikt prisstabiliseringsnorm eller en växelkursnorm

¹³ Det bör noteras att ett visst inflationsmål kan fordra en depreciering eller appreciering av den inhemska valutan om omvärldens inflation avviker från det inhemska målet.

¹⁴ Detta argument presenteras och diskuteras av Svensson [1989].

har på denna punkt faktiskt inte något odelat stöd i den teoretiska litteraturen kring trovärdighetsproblemet. Rogoff [1985a] och [1985b] har exempelvis pekat på att det stabiliseringspolitiska motivet för att möta oförutsedda störningar med en flexibel penningpolitik kvarstår och på att internationellt växelkurssamarbete också är behäftat med trovärdighetsproblem. Litteraturen om trovärdighet har tillfört diskussionen om penningpolitikens utformning ytterligare en dimension, eller restriktion – det är bara trovärdiga handlingsalternativ som det finns anledning att beakta. Under förutsättning att myndigheterna fäster *någon* vikt vid att stabilisera BNP bör dock en prisstabiliseringsnorm eller en fast växelkurs inte till varje pris göras trovärdig.

Bör Sverige gå med i EMS?

Genom förekomsten av justeringar av centralkurserna (s k "realignments") kan inte EMS betraktas som ett system med helt fasta växelkurser. De praktiska erfarenheterna tyder ändå på att EMS-länderna genom valutasamarbetet fått ett stöd för sin anti-inflationspolitik (se Svensson [1989]). Frågan är emellertid om EMS erbjuder den bästa möjliga kombinationen av autonomi och flexibilitet (i bemärkelsen möjlighet att aktivt bemöta olika störningar) och trovärdighet (i bemärkelsen minsta möjliga inflation vid givet BNP-mål). Om Sverige drabbas av *samma störningar* som EMS-länderna och om den svenska *målfunktionen* (med avseende på inflation och BNP) är densamma som i EMS-länderna, talar dessa förhållanden rimligtvis för en EMS-anslutning. I detta sammanhang är det viktigt att påpeka att EMS (åtminstone hittills) i mångt och mycket varit ett D-marksystem, där Västtysklands penningpolitik har ett avgörande inflytande på de andra EMS-länderna medan det omvända knappast har gällt. Om Sverige skulle söka och erhålla medlemskap i EG skulle argu-

mentet för EMS-medlemskap stärkas. De eventuella skillnaderna mellan Sverige och EMS-länderna vad gäller störningar och mål skulle sannolikt bli mindre i och med detta steg mot ökad integration. Av samma skäl skulle ett inträde i EMS av Storbritannien eller, framför allt, Norge och Finland, ge starka skäl även för ett svenskt deltagande.

De som förespråkar EMS-medlemskap fäster förmodligen stor vikt vid inflationsmålet och/eller liten tilltro till myndigheternas möjligheter att utnyttja en eventuell autonomi på ett meningsfullt sätt. Anser man däremot att en viss vikt måste läggas även vid målet att erhålla stabilitet i BNP (och sysselsättning) – och samtidigt har åtminstone ett visst mått av tilltro till myndigheternas förmåga att utforma en ändamålsenlig politik – kvarstår emellertid det traditionella argumentet för flexibilitet och handlingsfrihet i penningpolitiken. Den policy-orienterade diskussionen om normer skiljer sig alltså knappast på något väsentligt sätt från den övergripande debatten om ekonomisk politik mellan keynesianer och t ex monetarister, även om de teoretiska landvinningarna har medfört att argumenten förfinats.¹⁵

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att den världsomfattande liberaliseringen och internationaliseringen av finansiella marknader har medfört att antalet (oberoende) handlingsparametrar för de penningpolitiska myndigheterna har minskat. Avvecklingen av valutaregleringen påverkar emellertid knappast den penningpolitiska autonomi i någon större utsträckning, eftersom regleringen på senare tid varit tämligen verkningslös. (Om den hade varit verkningsfull är det inte säkert att den skulle ha avskaffats.) Autonomi

¹⁵ Det kan vara värt att påminna om att Friedman [1953] var (och är?) stark anhängare av rörliga växelkurser, motståndare till en internationell monetär union och att han såg en politik baserad på diskreta devalveringar som den samsta möjliga lösningen.

skapas idag i första hand genom utformningen av växelkurspolitiken. Ett medlemskap i EMS skulle sålunda innebära minskad autonomi. Mot denna "kostnad" skall en förväntad "intäkt" i form av lägre inflation ställas.

Trovärdighetslitteraturen har givit nya argument för internationellt växelkurs-samarbete, men detta innebär, sakligt att döma, inte nödvändigtvis att vågskålen har tippat över till autonomi-argumentets nackdel. I den allmänna debatten i Sverige, liksom i Norge, tycks emellertid EMS-förespråkarna ha vunnit terräng under det senaste året. Detta är förmodligen mer ett uttryck för den allmänna EG-yrän än för nya teorier och erfarenheter inom penning- och växelkurspolitikens områden.

Vid närmare betraktande verkar det som om argumenten för och emot medlemskap i EMS i mångt och mycket är desamma som argumenten för och emot medlemskap i EG. En minskad politisk handlingsfrihet, framför allt i det kortfristiga perspektivet, skall vägas mot (mer långsiktiga) vinster av internationellt samarbete. I princip kan ett land vara medlem i EMS utan att vara EG-medlem, och vice versa, men argumenten för och emot medlemskap är likartade i de båda fallen. EG-frågan rymmer givetvis också flera problem än de som har behandlats i denna uppsats, vars perspektiv varit det stabiliseringspolitiska, och är väl en "större" fråga än EMS. Min uppfattning är därför att det vore förhastat att fatta beslut om medlemskap i EMS innan någon strategi i EG-frågan har lagts fast.

Referenser

- Boyer, RS, [1978], "Optimal Foreign Exchange Market Intervention". *Journal of Political Economy*, Vol 86, s 1045 - 1055.
- Edison, HJ, [1989], "The Choice of Exchange Rate Regime for a Small Open Economy. A Survey". *Norsk Økonomisk Tidsskrift*, Årg 103, Nr 2, s 125-144.
- Englund, P, Hörngren, L, Viotti, S & Vredin, A, [1987], *Penningmarknad, räntebildning och valu-*

- tafloden*. Bilaga 14 till LU 87, Allmänna Forlaget, Stockholm.
- Englund, P, McPhee, S & Viotti, S, [1985], "Rante-paritet och ränteberoende". *Ekonomisk Debatt*, Årg 13, Nr 4, s 275 - 288.
- Flam, H & Horn, H, [1989], *Ekonomiska konsekvenser för Sverige av EGs inre marknad*. En översikt av tillämplig ekonomisk teori och empiri. Bilaga 2 till LU 90, Allmänna Forlaget, Stockholm.
- Flood, R P & Marion, N P, [1982], "The Transmission of Disturbances Under Alternative Exchange-Rate Regimes with Optimal Indexing". *Quarterly Journal of Economics*, Vol 97, s 43 - 66.
- Friedman, M, [1953], "The Case for Flexible Exchange Rates", i Friedman, M, (red), *Essays in Positive Economics*. University of Chicago Press, Chicago.
- Franzén, T, [1988], "Terminsmarknaden och valuta-regleringen". *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*, Nr 2, s 38 - 40.
- Genberg, H, [1988], "Exchange Rate Management and Macroeconomic Policy: A National Perspective". The Graduate Institute of International Studies, Geneva. Under utgivning i *Scandinavian Journal of Economics*.
- Henderson, D W, [1984], "Exchange Market Intervention Operations: Their Role in Financial Policy and Their Effects", i Bilson and Marston (red), *Exchange Rate Theory and Practice*. University of Chicago Press/NBER, Chicago.
- Henrekson, M, [1987], "Valutareglerna och den liberaliserade terminshandeln". *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*, Nr 4, s 100 - 105.
- Hirdman, V, [1987], "The Stability and the Interest Sensitivity of Swedish Short Term Capital Flows". Research Report, EFI, Handelshögskolan i Stockholm.
- Hörngren, L & Viotti, S, [1985], "Valutarörelser och penningpolitik - en analys av valutautflödet under våren 1985". *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*, Nr 2, s 46 - 54.
- Hörngren, L & Vredin, A, [1988], "The Foreign Exchange Risk Premium: A Review of Theory and Evidence", kap 3 i Vredin [1988a].
- Hörngren, L & Vredin, A, [1989], "Exchange Risk Premia in a Currency Basket System". *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol 125, s 311 - 325.
- Jakobsson, U, [1989], "Sverige och Europeiskt Monetärt Samarbete (EMS)", i Hamilton CB, (red), *Europa och Sverige*. SNS förlag & Utrikespolitiska Institutet, Stockholm.
- Johansson, P, [1986], "Kapitalrörelser och penningpolitik i Finland". *Ekonomiska Samsfundets Tidsskrift*, Årg 39, Nr 1, s 35 - 49.
- Kareken, J & Wallace, N, [1978], "International Monetary Reform: The Feasible Alternatives". *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Summer, s 2 - 27.
- Kareken, J & Wallace, N, [1981], "On the Indeterminacy of Equilibrium Exchange Rates". *Quarterly Journal of Economics*, Vol 96, s 207 - 222.
- Kotilainen, M & Peura, T, [1988], "Finlands Exchange Rate Regime and European Integration". Bank of Finland Discussion Papers 33/88.
- NOU 1989:1, *Penger og kreditt i en omstillingstid*.

- Norsk penge- og kredittpolitikk i årene som kommer.* Akademika as, Oslo.
- Poole, W, [1970], "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model". *Quarterly Journal of Economics*, Vol 84, s 197 - 216.
- Rogoff, K, [1985a], "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediary Monetary Target". *Quarterly Journal of Economics*, Vol 100, s 1169 - 1189.
- Rogoff, K, [1985b], "Can International Monetary Policy Cooperation be Counterproductive?". *Journal of International Economics*, Vol 18, s 199 - 217.
- Skjæveland, A, [1987], "Valutaterminmarkedet i finansielle modeller". Arbeidsnotat 1987/11, Norges Bank.
- Svensson, L E O, [1989], *Finansiell integrasjon, ressursfordelning och penningpolitikk. Avvecklad valutareglering och medlemskap i EMS.* Bilaga 5 till LU 90, Allmänna Förlaget, Stockholm.
- Söderstrom, H T, Hansson, I, Jonung, L & Myhrman, J, [1985], *Vägen till ett stabillare Sverige.* SNS, Stockholm.
- Vikoren, B, [1989], "Hvilke muligheter har Norge til å fore en selvstendig rentepolitikk?". *Norsk Økonomisk Tidsskrift*, Vol 103, s 37 - 61.
- Vredin, A, [1988a], *Macroeconomic Policies and the Balance of Payments*, Handelshögskolan i Stockholm.
- Vredin, A, [1988b], "Terminsmarknaden och det privata kapitalflödet". *Kredit- och Valutaöversikt*, Nr 4, s 41 - 63.
- Wallace, N, [1979], "Why Markets in Foreign Exchange Are Different From Other Markets". *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Fall, s 1 - 7.