

## **Mats Kinnwall & Peter Norman:**

### **Valutamarknaden**

Mats Kinnwalls och Peter Normans bok *Valutamarknaden* (SNS Förlag, Stockholm 1991) är en introduktion. Den är avsedd att användas som kurslitteratur vid universitet, men också som kompletteringslitteratur för redan professionellt verksamma. Boken är uppdelad i två delar: en teoridel och en tillämpad del. Teoridelen presenterar de viktigaste växelkursmodellerna, medan den tillämpade delen beskriver hur valutamarknaden i praktiken fungerar. Boken inleds med en historisk översikt över de olika växelkursregimerna under 1900-talet. Genomgången av hur länderna växlat mellan fasta och rörliga växelkurser åskådliggör att det är omöjligt att säga, vilket system som är regeln och vilket som är undantaget. Växelkursregimer har anpassats till de aktuella förhållandena, vilket också återspeglas i olikheterna i modellerna för växelkursbestämning.

Valutakurser är relativa priser på olika länders pengar. En naturlig inledning till teorin är således att förklara de faktorer som bestämmer efterfrågan och utbudet på valutor. Med konsekventa frågeställningar leds läsaren fram till den första matematiska formeln. Det är dock synd att utbudet på valutan i författarnas värld illustreras som en rent linjär funktion. Med deras tillvägagångssätt hade man säkert kunnat förstäligt förklara även den för valutamarknaden typiska S-formade utbudskurvan – någonting som ofta är det första krångliga i valutateori.

Efter att ha presenterat de grundläggande faktorerna går författarna in i den egentliga växelkursteorin. Som modellram har de en värld som består av två länder, Sverige och USA, (som representerar resten av världen). Rörliga växelkur-

ser går igenom med två ansatser, den reala och den monetära. Tanken bakom den har uppdelningen är mycket enkel: i den reala ansatsen bestäms växelkursen av efterfrågan och utbud på (den internationella) varumarknaden, medan den i den monetära ansatsen bestäms enligt förhållandena på penningmarknaden.

Under de här rubrikerna försöker författarna samla alla de viktigaste växelkursmodellerna. Till den reala ansatsen räknas elasticitetsmodellen, den keynesianska multiplikatormodellen och absorptionsmodellen. Avsikten är att "fånga upp de viktigaste gemensamma dragen hos dessa modeller". Detta låter mycket ambitiöst för att rymmas på 90 sidor. Det poängteras att de olika modellerna bygger på olika antaganden, och att det är därför man får olika utfall med olika modeller för en och samma störning.

Ändå lyfter författarna inte tydligt fram vilka antaganden som gjorts i vilken modell. Konsekvensen är att de till sist har alldeles för många bollar i luften: att hänga med i själva händelseförloppet är kanske inte så svårt men att skilja mellan de olika modellerna blir nära nog omöjligt. Det problemet hade säkert kunnat undvikas om de med omsorg gjort klart skillnaderna i antaganden.

Samma kritik gäller för det avsnitt som klassificerats som monetära modeller: författarna försöker fånga upp för mycket på en gång. Presentationen av den monetära ansatsen börjas med en genomgång av de traditionella paritetsvillkoren köpkraftsparitet och ränteparitet. Från dessa härleds matematiskt den sk beståndsmodellen. Efter att ha jämfört den här grundläggande monetära ansatsen med den reala ansatsen lyfter författarna fram sådana verklighetsnära frågor som risk och daglig växelkursvolatilitet. Dessa förklaras med överskjutningsmodellen och den mer komplicerade portföljbalansmodellen. Presentationen av de olika modellerna och jämförelsen av de avgörande skillnaderna blir splittrad även här. Det

hade varit bättre att ta upp varje modell för sig och till sist peka på de viktigaste olikheterna och deras implikationer.

I andra kapitlet är det de fasta växelkursernas tur. I det sammanhanget blir naturligtvis finansieringen av ett betalningsbalansunderskott och upprätthållandet av den fasta växelkursen nyckelfrågor. Kapitlet inleds med att man studerar konsekvenserna av ojämvikter i betalningsbalansen. Har ett land långvariga externa underskott står det inför en devalvering. Det framhålls att devalveringspolitiken i de flesta fallen är verkningslös på lång sikt. När effekterna av en devalvering förklaras, tar författarna speciell hänsyn till Sverige, som ju har gott om erfarenheter om följderna av en aggressiv valutakurspolitik. Tillämpningen konkretiserar visserligen konsekvenserna av en devalvering men bidraget till det teoretiska kunskapsområdet förblir svagt. I och med att författarna inte skiljer mellan slutsatserna i de olika modellerna, som beskriver anpassningen under olika antaganden, blir resonemanget förvirrande.

I slutet av kapitel 1 och 2 gör författarna en utvärdering av finans- och penningpolitikens effekter under olika förhållanden. Detta är en viktig jämförelse, som ofta känns besvärlig just på grund av att det finns så många olika antaganden och så många olika resultat. Författarna gör ett värdefullt försök att sammanfatta dessa olika utfall i en tabell, vilket i sig är en mycket vettig och ändamålsenlig idé. Men tyvärr misslyckas försöket, och även här är stötstenen den att de försöker slå ihop alla modellerna i en. Till exempel konstaterar författarna att expansiv ekonomisk politik kan påverka nationalinkomsten endast om det finns lediga resurser i ekonomin. Om det däremot råder full sysselsättning är det prisnivån som anpassar sig. I tabellen görs också denna uppdelning i fullt resursutnyttjande och ledig kapacitet, men prisnivån fattas helt i variabelkolumnen. Däremot visar man under fullt resursutnyttjande en rad nol-

lor för variabeln nationalinkomst, vilket ju är trivialt.

Härvid gör författarna vidare en tolkning som kan ifrågasättas, och som förvirrar läsaren. När ekonomisk politik under rörliga respektive fasta växelkurser utvärderas, skiljer de ut en liten öppen ekonomi som ett specialfall från standardmodellerna och drar slutsatsen, att utfallet av en ekonomisk-politisk åtgärd blir annorlunda på grund av att det är frågan om en liten öppen ekonomi. Men de traditionella valutakursmodellerna är ju just för små öppna ekonomier – vill man studera ett stort land skall det ses som ett specialfall. Därmed blir resonemanget om effektiviteten av finanspolitik i "specialfallet" den lilla öppna ekonomin helt vilseledande.

De redovisade resultaten är ingenting annat än två fall av den traditionella monetära modellen respektive Mundell-Fleming-modellen, när man i den senare antar fullständig kapitalrörlighet. Expansiv finanspolitik tex ökar aktiviteten i ekonomin, men stimulansen dämpas av *crowding out*-effekten. På kapitalmarknaden uppstår till följd av den relativt sett höga räntan ett kapitalinflöde, vilket förstärker valutan. En appreciering av den inhemska valutan betyder en försämring av konkurrenskraften, och minskningen av exporten eliminerar den ursprungliga effekten av den expansiva politiken. I jämvikt befinner sig således ekonomin i utgångsläget. Visst blir utfallen oftast sådana i en liten öppen ekonomi, men orsaken till det är inte landets litenhet utan de bakomliggande antagandena.

Efter att ha presenterat funktionssättet av en regim med fasta respektive flytande växelkurser gör författarna en utvärdering av systemen. De sedvanliga aspekterna hur systemen reagerar när monetära respektive reala störningar inträffar, samt hurdana isoleringsegenskaper de har, nämns kort. Dessutom berörs valutakursregimens betydelse för penningpolitikens trovärdighet. Genom att ta upp den

frågeställningen har författarna velat få med litet av den senaste forskningen kring valutakurser, vilket är mycket glädjande. Ännu i början av 1980-talet sattes fasta och flytande växelkurser mot varandra. Under de senaste fem åren har dock fokus flyttats. Nu, när EMS ligger i mittpunkten, tas fasta växelkurser för givet och man studerar istället varför ett fast växelkursystem (läs: EMS) fungerar som det gör. Kärnan i den forskningen utgör just trovärdighetsaspekten. Trots detta finns den inte med i någon (ny) grundläggande bok i valutateori. Kanske hade det lönat sig att diskutera frågan ännu utförligare, särskilt nu när Sverige avser att bli medlem i EMS.

Teoridelen avslutas med en översikt av empiriska resultat. Kapitlet är i all sin korthet en besvikelse. Material för en översikt över de viktigaste empiriska resultaten finns, och med tanke på att syftet med boken tydligen är att vara ganska verklighetsnära hade ett ordentligt kapitel om de viktigaste observerade beteendemonstren varit på sin plats här.

Nationalekonomi skylls ofta för att vara bara ofattbar teori med komplicerade formler. Det är mycket positivt att författarna, genom att i den andra delen i boken beskriva hur valutamarknaden i praktiken fungerar, försöker undanröja denna fördom och visa att det faktiskt finns en koppling mellan ett dammigt forskarrum, ett hektiskt *dealing*rum och finansministeriets vida salar. Detta görs genom att beskriva den svenska växelkurspolitiken efter Bretton Woods, det fasta växelkursystemet EMS, valutamarknadens instrument och aktörer, valutakursrisk och valutakursprognoser, bankernas roll i valutahandeln samt Riksbankens mål och medel.

Den svenska växelkurspolitikens historia fram till ecu-anknytningen är sådan information som efterfrågas. För (blivande) ekonomer är det viktigt att förstå bakgrunden till detta regimskifte. Därför hade man kunnat utvidga avsnittet där

EMS bedöms. Eftersom Sveriges mål är att delta i EMS är det önskvärt att den bakomliggande teorin förstås av dem som i framtiden kommer att fatta beslut.

Från en övergripande beskrivning flyttar man i de följande kapitlen över till detaljer. Valutamarknadens aktörer samt deras verktyg överblickas. Det är välmotiverat att redan i en grundkursbok beskriva marknadens uppbyggnad och de instrument som aktörerna har till sitt förfogande.

Som avslutning tar författarna upp Riksbankens mål och medel. Det är saker som är både viktiga och intressanta. Värt att nämna är de fyra exempel med hjälp av vilka författarna analyserar penningpolitikens effekter då Riksbanken försökt ändra sin politik och därmed styra de ekonomiska aktörerna i önskvärd riktning. Det går tydligt fram hur teori och praktik överensstämmer, hur de "krångliga formelerna" får en verklig innebörd. Det framgår också hur det kan inträffa att "människorna inte följer teorin", och det avsedda syftet inte nås.

Sammanfattningsvis kan man säga att grundtanken med boken, att kombinera teori och praktik, är ändamålsenlig. Boken är också strukturerad så att detta syfte uppfylls. Den största nackdelen är att författarna i teoridelen försöker fånga upp alla dimensioner i de viktigaste växelkursmodellerna i ett. Det är ett värdefullt försök, men kräver mer utrymme och noggrann eftertanke. Den tillämpade delen blir därmed den starkare sidan i boken. Där lyckas författarna koppla teorin med det praktiska förfarandet, samt visa att valutamarknaden lever – och att valutateorin måste leva med den.

*Ekonom mag SINIMAARIA RANKI  
Svenska handelshögskolan  
Helsingfors*