

Vad är ett sedelfondssystem?¹

Ett sedelfondssystem syftar till att säkerställa monetär stabilitet genom att skydda penningpolitiken mot politiska påtryckningar. I denna artikel beskriver Per Hedfors principerna för ett sådant system och visar hur dessa principer tillämpas i de nyligen införda sedelfonderna i Estland och Litauen. Dessa är "icke-ortodoxa" till sin utformning, vilket bl a innebär att de ger ett visst utrymme för diskretionär penningpolitik. En jämförelse görs med "ortodoxa" system - ofta förekommande i koloniala sammanhang under 1800-talet och början av 1900-talet - vilka har förespråkare bland akademiska ekonomer. De baltiska sedelfonderna har hittills gett betydande bidrag till den monetära stabiliteten i respektive land.

Ett sedelfondssystem är en penningpolitisk regim med anor från 1800-talet, som upplevt en renässans under de senaste decennierna. Införandet av ett sedelfondssystem i Hong Kong 1983 bidrog till det förnyade intresset. Sedan dess har sådana system etablerats i Argentina 1991, i Estland 1992 och i Litauen 1994.

Tillkomsten av sedelfondssystemen i våra baltiska grannländer inspirerades bl a av tre ekonomer, Steve Hanke, Lars Jonung och Kurt Schuler. De framlade ett förslag till valutareform för Estland i kombination med införande av ett sedelfondssystem strax efter det att landet återvunnit sin frihet. De har senare presenterat ett liknande, detaljerat förslag för Ryssland (Hanke, Jonung & Schuler [1992; 1993]).

Det primära syftet med ett sedelfondssystem är att säkerställa monetär stabilitet genom att isolera penningpolitiken från politiska påtryckningar. Sådana påtryckningar har visat sig utgöra ett akut problem i de f d centralplanerade ekonomierna. Man är där inte van vid att betrakta finansiellt kapital som en knapp resurs och har ringa förståelse för behovet av restriktivitet i centralbankens kreditgivning. Dessutom saknar centralbankerna i dessa länder ofta såväl de nödvändiga penningpolitiska instrumenten som kompetensen att använda dem. Av dessa skäl tenderar deras kreditgivning att bli alltför generös och den monetära basen att växa alltför snabbt med hög inflation och fallande valutakurs som följd. De försök till traditionell, stram penningpolitik som faktiskt görs, undermineras också av bristande trovärdighet.

Det finns ett visst utrymme för skillnader i utformningen av ett sedelfondssystem. Så t ex skiljer sig de förslag, som framlagts av Hanke, Jonung och Schuler, på ett antal punkter från den utformning dessa system faktiskt fått i Estland och Litauen. (Det litauiska systemet är i stort sett en kopia av det estniska.)² Framför allt innehåller deras förslag starkare garantier mot offentlig inblandning i penningpolitiken. Detta uppnås bl a genom att centralbanken ersätts av en helt ny institution, en "sedelfond", som är fullständigt fristående i förhållande till regering, parlament och myndigheter. Bägge länderna valde i stället en lösning, som innebar att sedelfondssystemet inlemmades i den existerande centralbanken.

I det följande redovisas först de gemensamma dragen hos de estniska och litauiska systemen. På basis av i första hand de litauiska erfarenheterna beskrivs därefter några av de praktiska och administrativa frågor som uppkommer i samband med införandet av, och den löpande verksamheten i, ett sedelfondssystem. Det visas också att systemet erbjuder ett visst, om än begränsat, utrymme för penningpolitiska interventioner. Slutligen diskuteras skillnaderna mellan det "ortodoxa" sedelfondssystem, som förespråkats av Hanke, Jonung och Schuler, och den "icke-ortodoxa", estnisk-litauiska varianten.

Den estnisk-litauiska varianten av sedelfondssystem

I ett sedelfondssystem av estnisk-litauisk typ är centralbankens monetära roll begränsad till köp och försäljning av valuta till en fast växelkurs. Det är således endast genom valutatransaktioner med bankerna som förändringar i den monetära basen (utelöpande sedlar och mynt plus banksystemets tillgodohavanden på konto i centralbanken) kan äga rum.

¹ Jag tackar Krister Andersson och Lars Jonung för värdefulla synpunkter på en tidigare version. Framförda åsikter är personliga och representerar inte nödvändigtvis Riksbankens syn.

² Det estniska sedelfondssystemet beskrivs i Bennet [1993].

Centralbanken kan däremot inte emittera pengar i utbyte mot inhemska skuldförbindelser. Den kan således inte påverka storleken på den monetära basen genom utlåning till bankerna. Det betyder också att den inte kan bedriva traditionell penningpolitik i form av marknadsoperationer, "repor" osv. Inte heller kan den finansiera statliga budgetunderskott.

Liksom i en vanlig fastkursregim håller centralbanken en fast växelkurs gentemot en valuta som är stabil och som har en viktig roll i landets internationella transaktioner. Den estniska valutan, kroon, är knuten till den tyska marken och den litauiska valutan, litas, är knuten till den amerikanska dollarn.

Den fasta växelkursen ger samma fördelar som en vanlig fastkursregim förväntas ge, dvs en stabil prisutveckling i den konkurrensutsatta sektorn samt räntekonvergens med reservvalutan. Ett sedelfondssystem innehåller emellertid ett antal inslag som innebär att bindningen till den främmande valutan är hårdare än i en traditionell fastkursregim. Sålunda föreligger det normalt en lagstadgad skyldighet för centralbanken att lösa in den egna valutan mot den främmande valutan i obegränsade mängder. För att denna inlösenngaranti skall vara helt trovärdig håller centralbanken en valutareserv som till minst 100 procent täcker den monetära basen. I det för sedelfondssystem typiska fallet handlar centralbanken enbart med den valuta till vilken den egna valutan är knuten och håller också sin valutareserv helt eller till största delen i denna valuta ("reservvalutan"). Syftet med dessa anordningar är att den egna valutan skall framstå som ett nära substitut till reservvalutan och vara likvärdig med denna i fråga om stabilitet och trovärdighet. Sedelfondskonstruktionen kan man se som en teknik att importera trovärdighet för den inhemska penningpolitiken.

Inlösenngarantin är normalt förbunden med stor frihet för företag och hushåll att använda valuta för vilket ändamål som helst, dvs för såväl löpande betalningar som kapitaltransaktioner. Det föreligger således en hög grad av konvertibilitet. Detta bidrar till att göra den egna valutan mera attraktiv och signalerar dessutom att myndigheterna själva har förtroende för den fasta växelkursen.

Centralbankens valutahandel sker endast med bankerna. Ett sedelfondssystem förutsätter därför att banksystemet är tillräckligt väl utvecklat och konkurrensförmågigt för att företag och hushåll skall kunna köpa och sälja valuta på villkor som är likvärdiga med dem som bankerna erbjuder av centralbanken. Banksystemet förväntas dessutom på egen hand klara av handeln med alla andra valutor än reservvalutan. Centralbanken står bara till tjänst med att utjämna de över- eller underskott av reservvaluta, som uppstår i bankernas transaktioner med kunderna.

Hur kan ett sedelfondssystem bidra till ett stabilt penningvärde? I ett sådant system kan centralbanken uppenbarligen inte ingripa mot t ex en ökning av inflationstakten genom att med traditionella penningpolitiska medel sträma åt likviditeten i ekonomin. I stället sker det en åtstramning av likviditeten i ekonomin via en automatisk process: den ökade inflationstakten leder till en minskad vilja hos företag och hushåll att hålla inhemska pengar och en ökad efterfrågan på utländsk valuta. I första hand tillgodoses denna ökade efterfrågan av banksystemet. I den mån bankerna i sin tur måste köpa valuta från centralbanken minskar deras likviditet och därmed deras benägenhet att ge krediter. Då minskar också likviditeten i ekonomin som helhet.

Frågan är vidare hur ekonomins långsiktiga behov av likviditet kan tillgodoses i ett sedelfondssystem. När centralbanken inte tillåts förvärva inhemska skuldförbindelser förutsätter en ökning av den monetära basen att det sker ett motsvarande valutainflöde, vilket i sin tur innebär att det måste finnas ett överskott i bytesbalansen och/eller en nettoimport av kapital. Även här är det fråga om automatiska och marknadsstyrda förlopp. Om t ex likviditeten i ekonomin är otillräcklig leder detta för det första till en minskad efterfrågan på varor och tjänster. Detta skapar en tendens till fallande priser och stärkt konkurrenskraft och därmed till en förbättring av bytesbalansen. För det andra leder det stramare likviditetsläget till höjda räntor, vilket ger incitament till ökad kapitalimport.

Den pågående effektiviseringen av bankväsendet och betalningssystemet i Estland och Litauen kan också bidra till att skapa långsiktig flexibilitet i respektive sedelfondssystem. Efterhand som denna effektivisering fortgår kommer t ex användningen av kontanter att minska. Vidare kommer bankerna att lära sig hushålla bättre med sina kassareserver. En given monetär bas kommer därigenom att kunna bära upp en allt större total penningmängd.

Att införa ett sedelfondssystem

Under våren 1993 vidtog Lietuvos Bankas, den litauiska centralbanken, en penningpolitisk åtstramning, som gav ett väsentligt bidrag till stabiliseringen av den då cirkulerande temporära kupongvalutan. Några månader senare byttes kupongvalutan ut mot den permanenta valutan, litas. Under en kort period i slutet av 1993 och början av 1994 bedrev Lietuvos Bankas med viss framgång en penningpolitik av traditionellt snitt och visade att man åtminstone hade de tekniska förutsättningarna för att åstadkomma monetär stabilitet. Ett bestående problem var emellertid de ständiga påtryckningarna från särintressen med krav på krediter för speciella ändamål eller på interventioner till förmån för en mera deprecierad valuta. Påtryckningarna kom främst från mäktiga industri-

och jordbruksintressen och deras supportrar i parlamentet. Det förelåg däremot inga direkta krav på bidrag till finansiering av budgeten eftersom statsfinanserna i stort sett var balanserade.

I detta läge föreslog statsministern - till vilken de olika intressegrupperna brukade vända sig för att få stöd gentemot centralbanken - att Litauen skulle införa ett sedelfondssystem av estniskt snitt. Genom att på detta sätt begränsa den egna handlingsfriheten skulle myndigheterna kunna skydda sig mot påtryckningar, som hotade den monetära stabiliteten.

I mars 1994 antogs en "Lag om litas trovärdighet". Den korta lagtexten innehåller de föreskrifter som är typiska för ett sedelfondssystem: centralbanken får ändra storleken på den monetära basen endast som följd av en motsvarande förändring i guld- och valutareserven, den monetära basen skall ha full täckning i centralbankens guld- och valutareserv och centralbanken garanterar inlösen av litas i en reservvaluta. I en separat resolution, antagen gemensamt av regering och centralbank, fastslås att reservvalutan skall vara den amerikanska dollarn och att växelkursen skall vara LTL 4 = US\$ 1.

Valet av reservvaluta stod mellan den tyska marken och den amerikanska dollarn. Till förmån för marken talade dess allmänt erkända stabilitet och det faktum att Tyskland var en viktig handelspartner i väst. Å andra sidan var dollarn den mest betydande valutan på den existerande litauiska valutamarknaden. Dollarn hade nämligen haft en stor och växande roll som värdebevarare och transaktionsmedel under den instabila kupongvalutans tid. Dessutom var en stor del av Litauens utrikeshandel, speciellt dess handel med Ryssland, prissatt i dollar. Valet föll därför på dollarn.

Den fastställda växelkursen motsvarade i stort sett den marknadskurs som rådde vid införandet av sedelfondssystemet. Med tanke på den depreciering som först rubeln och sedan den temporära valutan undergått, och som endast delvis hade kompensats av en appreciering under 1993, fanns anledning förmoda att litas vid den rådande kursen snarare var undervärderad än övervärderad. Fördelarna av att ge ekonomin en viss stimulans ansågs emellertid överväga nackdelarna av en fortsättningsvis relativt hög inflation.

Vid den valda växelkursen var centralbankens nettoinnehav av guld och valuta inte tillräckligt stort för att det 100-procentiga reservtäckningskravet skulle vara uppfyllt. Om däremot de medel som centralbanken lånat av Internationella valutafonden räknades in uppgick reservtäckningen till mer än 100 procent. Detta ansågs godtagbart, eftersom lånen från valutafonden var långfristiga och centralbanken dessutom kunde förväntas att på några år bygga upp ett tillräckligt stort eget innehav genom att behålla ränteinkomsterna från den existerande valutareserven. I själva verket avser man att bygga upp en reservtäckning som med god marginal överstiger 100 procent. Först därefter kommer vinster från valutareserven att i vanlig ordning överföras till statskassan.

Centralbanken emitterar respektive löser in litas endast i transaktioner med affärsbankerna och endast mot dollar. Den håller i princip hela valutareserven i dollartillgångar. I det senare avseendet har två undantag gjorts. Centralbanken har beslutat behålla det guld som restituerats av olika europeiska centralbanker.³ Man har också valt att kurssäkra skulden till valutafonden genom att investera motsvarande belopp i en tillgångsportfölj, vars sammansättning är identisk med SDR-korgens. (Valutafondens lån är uttryckta i SDR, Special Drawing Rights, vars värde beräknas som ett genomsnitt av värdet av de fem viktigaste valutorna i världshandeln.)

Vissa smärre organisatoriska förändringar blev nödvändiga för att den till sedelfondssystemet knutna emissionsverksamheten skulle hållas isär från centralbankens övriga funktioner. Centralbanken har exempelvis tagit fram en parallell presentation av balansräkningen, i vilken sedelfondens tillgångar och skulder redovisas separat.

Det estniska sedelfondssystemet hade införts redan i juni 1992, dvs betydligt tidigare i omvandlingen till en marknadsekonomi än i Litauen. Inledningsvis hade därför det estniska systemet vissa icke-typiska inslag, som hängde samman med avsaknaden av en väl fungerande valutamarknad, bristen på förtroende för banksystemet etc. Sålunda erbjöds allmänheten vissa möjligheter att växla valuta direkt i centralbanken. Vidare erbjöds bankerna begränsade möjligheter att växla även andra valutor än reservvalutan i centralbanken. Farhågor för att det bristande förtroendet för bankerna skulle kunna leda till plötsliga kapitalutflöden ledde också till att det estniska systemet till en början kringgärdades med kapitalkontroller. Kapitalkontrollerna avskaffades emellertid i slutet av 1993.

Penningpolitisk handlingsfrihet i ett sedelfondssystem

Med den strikt regelstyrda penningpolitik och den hårda bindning av den egna valutan till en reservvaluta, som ett sedelfondssystem innebär, kan det diskuteras varför den främmande valutan inte skulle kunna cirkulera direkt i landet i fråga. Bortsett från det symbolvärde en egen, nationell valuta kan ha - en viktig aspekt i länder som länge varit ockuperade av en främmande makt - finns det två skäl att välja ett sedelfondssystem. Det första är att

³ Sverige valde för sin del att genomföra guldrestititionen genom att överföra ett belopp i valuta, som motsvarade guldets aktuella marknadsvärde.

landet får inkomster (seigniorage) genom att investera sina valutaintäkter i räntebärande, utländska skuldförbindelser. Det andra skälet att föredra ett sedelfondssystem framför en valutaunion är att landet behåller ett mått av penningpolitisk handlingsfrihet. Så t ex är det normalt möjligt att byta reservvaluta om den valuta som först valts skulle visa sig vara mindre stabil än väntat.

I Litauen är det i praktiken lättare att byta reservvaluta eller ändra växelkurs än att göra andra förändringar i systemet. Byte av reservvaluta och ändring av växelkurs kan ske genom ett beslut av centralbanken "efter konsultationer med regeringen". Andra förändringar i systemet förutsätter att "Lagen om litas trovärdighet" upphävs eller modifieras, dvs det krävs ett beslut av Seimas (parlamentet) samt ratificering av presidenten. Det är emellertid uppenbart att ändringar av växelkursen bör undvikas eftersom de skulle motverka det egentliga syftet med systemet - monetär stabilitet - och undergräva förtroendet.

Det finns också andra former av begränsad penningpolitisk handlingsfrihet i ett sedelfondssystem av estnisk-litauisk typ. Så t ex skulle centralbanken kunna ta upp utlandslån och använda motvärdet i den egna valutan för inhemsk utlåning. Om vidare bankerna är underkastade ett kassareservkrav, kan centralbanken i princip ändra detta i syfte att påverka likviditetssläget. I Litauens fall har centralbanken i praktiken frånsagt sig båda dessa möjligheter. Litauens avtal med Internationella valutafonden innehåller klausuler som ger centralbanken stöd i dessa åtaganden.

I både Estland och Litauen överstiger värdet av guld- och valutareserverna den monetära basen (i Litauens fall med hjälp av lånade medel). I princip skulle detta överskott kunna användas för utlåning. I båda länderna har man emellertid beslutat att hålla det i reserv för finansiering av eventuella räddningsaktioner i händelse av bankkriser. Tanken är att överskottet endast skall kunna användas i situationer där det föreligger ett hot mot stabiliteten i banksystemet som helhet och inte för att ge likviditetsstöd till enskilda banker.

Ett "ortodoxt" sedelfondssystem

Hanke, Jonung och Schuler anser att den estnisk-litauiska varianten av sedelfondssystem saknar viktiga egenskaper hos ett typiskt sedelfondssystem och därför inte i längden kan garantera monetär stabilitet (se t ex Hanke, Jonung & Schuler [1993, s 73]). De fruktar att spärrarna mot offentlig inblandning i de monetära förhållandena inte är tillräckligt starka. De räknar därför med att systemet förr eller senare kommer att modifieras och börja fungera som en vanlig centralbank, med befogenhet att ge likviditetsstöd till bankerna, bedriva diskretionär penningpolitik och ändra växelkursen. Deras egna förslag innehåller därför ytterligare säkerhetsanordningar som hinder mot en sådan utveckling.

I det förslag som Hanke, Jonung och Schuler framlade för Estland förutsattes sålunda att centralbanken skulle ersättas av en helt ny, icke-offentlig institution, en sedelfond. Sedelfonden skulle ha sitt juridiska säte utanför Estland, närmare bestämt i Stockholm⁴, och ett eller flera kontor i Estland. Dess valutareserv skulle förvaras i Stockholm, "utom räckhåll för den estniska staten" (Hanke, Jonung & Schuler [1993, s 76]). Styrelsen skulle ha ledamöter av såväl estnisk som icke-estnisk (svensk) nationalitet, utsedda av respektive länders regeringar, och de icke-estniska ledamöterna skulle ha vetorätt.

Enligt förslaget skulle valet av såväl reservvaluta som växelkurs stadfästas i den lag genom vilken sedelfonden etablerades. Lagen skulle också innehålla konkreta regler avseende hur och när byte av reservvaluta och ändring av växelkurs kunde äga rum. Detta förutsattes kunna ske endast om prisnivån i reservvalutalandet ökade eller minskade i en takt som låg utanför vissa angivna intervall. I så fall hade styrelsen skyldighet att antingen byta reservvaluta eller ändra växelkurs (revalvera vid inflation och devalvera vid deflation).

Sedelfonden skulle inte ha några andra uppgifter än att växla kroon mot reservvaluta. Den skulle t ex inte ha någon roll i betalningsutjämnningen mellan bankerna och bankerna förväntades inte ha några tillgodohavanden på konto hos sedelfonden. Det innebar att sedelfonden endast skulle komma att emittera sedlar och mynt och att inlösegarantin likaså endast skulle avse sedlar och mynt.

Det förslag som framlades av Hanke, Jonung och Schuler liknar till sin utformning de system som förekom i koloniala områden under 1800-talet och början av 1900-talet.⁵ Ett system av denna typ går uppenbarligen längre i fråga om att avpolitisera den monetära utvecklingen än de system som etablerats i Estland och Litauen. Det land som väljer ett sådant system tvingas emellertid göra avkall på sin nationella suveränitet i en utsträckning

⁴ Förslaget till sedelfondssystem för Estland framlades första gången i slutet av 1991 (av Jonung) och presenterades närmare i Hanke, Jonung & Schuler [1992]. Förslaget byggde på antagandet att Sverige som en del av sitt bistånd till de baltiska länderna kunde tänkas skänka Estland hela den valutareserv som behövdes för att starta systemet. Författarna hade dock föredragit den tyska marken som reservvaluta.

⁵ En redogörelse för sedelfondssystemets ekonomiska historia och för de koloniala erfarenheterna finns i Schwartz [1993].

som kan vara svår att acceptera, i synnerhet om landet ifråga nyligen återvunnit friheten efter en lång ockupation.

Avslutande kommentarer

De sedelfondssystem som infördes i Estland och Litauen bidrog till en markant förbättring av förtroendet för stabiliseringspolitiken. Detta var synligt framför allt i ett kraftigt fall i den inhemska räntenivån. I ingendera fallet har emellertid räntorna kommit ned till internationella nivåer. Delvis beror detta på kapitalets bristande internationella rörlighet och de större risker som är förknippade med de lokala bankerna än med internationella banker. Delvis beror det emellertid också på kvardröjande - om än kraftigt minskade - farhågor för en eventuell framtida devalvering och/eller en återgång till diskretionär kreditgivning. I den utsträckning så är fallet innebär det att marknaden gör samma bedömning som Hanke, Jonung och Schuler, dvs att systemet inte erbjuder en 100-procentig garanti för monetär stabilitet.

Inflationen i Estland och Litauen har inte heller kommit ned på nivåer som motsvarar utvecklingen i väst. Den ligger för närvarande runt 30 procent på årsbasis. Detta får emellertid anses vara en naturlig följd av det förhållandet att båda valutorna var undervärderade då de låstes till sina respektive reservvalutor. Dessutom finns det en strukturell förklaring till att inflationen fortfarande är hög. Denna förklaring hänger samman med att produktivitetstillväxten i den konkurrensutsatta sektorn erfarenhetsmässigt är snabbare i utvecklingsländer som Estland och Litauen än i deras högutvecklade reservvalutaländer. Vid stigande inkomstnivåer leder sådana skillnader till att priserna i den skyddade sektorn stiger snabbare i Estland och Litauen än i reservvalutaländerna och att den genomsnittliga inflationen därför också blir högre.⁶

Det återstår att se hur sedelfondssystemen i Estland och Litauen kommer att fungera på längre sikt. Det kan inte uteslutas att de visar sig vara mindre flexibla än väntat och att den monetära stabiliteten måste köpas till priset av en alltför hög monetär restriktivitet. En tänkbar risk är t ex att inflationsförväntningarna återigen tilltar och att inflationstakten blir högre än som motiveras av den initiala undervärderingen av valutan och av eventuellt föreliggande strukturella faktorer. Därmed kan valutan komma att bli kraftigt övervärderad i reala termer.

En annan risk är att systemet inte är tillräckligt elastiskt när det gäller att förse ekonomin med likviditet. I fall som dessa kan det begränsade utrymme för penningpolitiska ingrepp, som ett sedelfondssystem av estnisk-litauisk modell erbjuder, vara användbart. Ett mera ortodox system skulle i samma läge kunna bli en veritabel tvångströja.

Framtiden får ge svaret på dessa frågor. Det kan dock konstateras att sedelfonderna i Baltikum hittills under den korta tid de existerat, gett ett betydande bidrag till den monetära stabiliteten.

Referenser

- Bennet, A G G, [1993], "The Operation of the Estonian Currency Board", IMF Staff Papers, Vol 40, No 2, s 451-470.
- Hanke, S H, Jonung, L, & Schuler, K, [1992], *Monetary Reform for a Free Estonia: a Currency Board Solution*, SNS Förlag, Stockholm.
- Hanke, S H, Jonung, L, & Schuler, K, [1993], *Russian Currency and Finance: a Currency Board Approach*, Routledge, London.
- Osband, K & Villanueva, D, [1993], "Independent Currency Authorities: an Analytical Primer", IMF Staff Papers, Vol 40, No 1, s 202-216.
- Richards, A & Tersman, G, [1995], "Growth, Nontradables, and Price Convergence in the Baltics", IMF Working Paper WP/95/45.
- Schwartz, A J, [1993], "Currency Boards: their Past, Present and Possible Future Role", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, s 147-187.

⁶ Se t ex Richards & Tersman [1995].