

## Växelkurspolitikens trovärdighet: Att mäta devalveringsförväntningar\*

*Lars E O Svensson har av Kungliga vetenskapsakademien tilldelats Torsten och Ragnar Söderbergs pris 1991, för framstående forskning inom internationell ekonomi. Denna artikel baseras på hans pridföreläsning. En metod för att mäta de finansiella marknadernas devalveringsförväntningar beskrivs och resultatet av en mätning av devalveringsförväntningarna för den svenska kronan redovisas. Devalveringsförväntningarna har minskat efter ecu-anknytningen, men de finns fortfarande kvar. För att förbättra växelkurspolitikens trovärdighet krävs en inskränkning av regering och riksbanks möjligheter att devalvera. Denna inskränkning kan uppnås genom medlemskap i EMS och med en oberoende riksbank som lägger större vikt än regeringen vid ett prisstabilitetsmål.*

Den svenska växelkurspolitiken innebär att Riksbanken med hjälp av interventioner på penning- och valutamarknaderna håller en fast växelkurs för den svenska kronan gentemot utländska valutor. Före den 17 maj 1991 var den relevanta fasta växelkursen definierad i termer av ett index relativt en korg av femton utländska valutor. Riktvärdet för index sattes till 132 vid den senaste devalveringen, den 8 oktober 1982. Den 17 maj 1991 bytte Riksbanken korg till ecu, den europeiska valutaenheten, och det nya riktvärdet sattes till 7,40 kr/ecu. *Figur 1* visar växelkursen för den svenska kronan un-

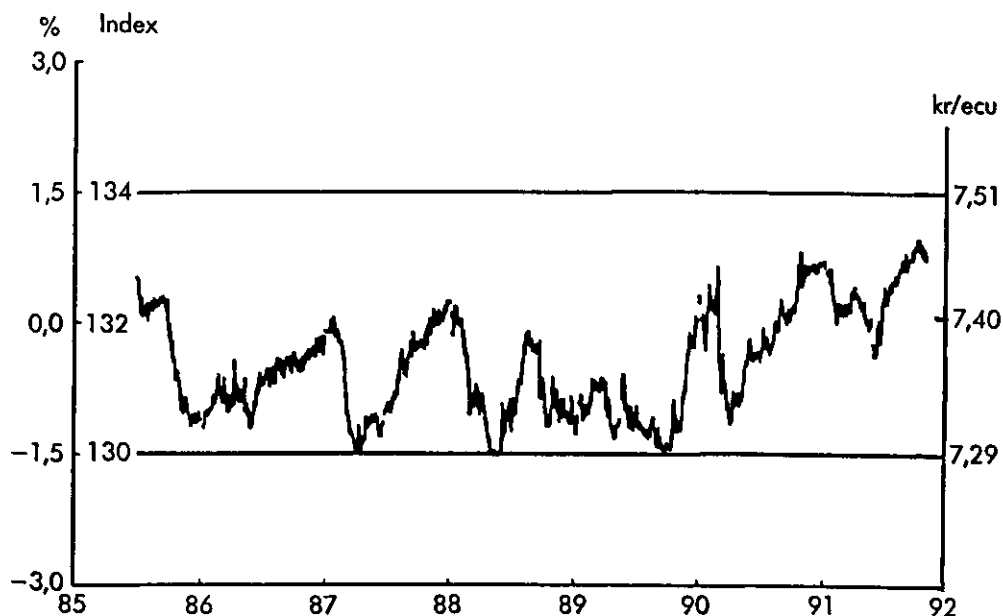
der perioden från den 27 juni 1985 till den 24 oktober 1991.

Växelkursen hålls inte helt fast, utan Riksbanken har annonserat att kursen kan fluktuera i ett smalt band med gränserna  $\pm 1,5$  procent från riktvärdet, dvs mellan 130 och 134 uttryckt i det gamla index före ecu-anknytningen och mellan 7,29 och 7,51 kr/ecu uttryckt i den nya ecu-kursen efter ecu-anknytningen. Växelkursen uttrycks alltså i kronor/utländsk valuta. När kursen går upp blir kronan billigare, den deprecierar.

*LARS E O SVENSSON är professor i internationell ekonomi vid Institutet för internationell ekonomi, Stockholms universitet. Hans forskning har under senare år främst rört internationell finansiell ekonomi, penning- och växelkurspolitik samt växelkursregimers trovärdighetsproblem.*

\* Denna artikel är en något utvidgad version av ett föredrag som presenterades på Kungliga vetenskapsakademien den 6 november i samband med överlammandet av Söderbergskas priset 1991. Artikeln bygger i stor utsträckning på Lindberg, Svensson & Söderlind [1991]; de data som används har dock uppdaterats till att omfatta även perioden efter kronans knytning till ecu och de sträcker sig fram till den 24 oktober 1991. Jag är tacksam för synpunkter från Assar Lindbeck och Hans Lindberg. Framförda tolkningar och ekonomisk-politiska slutsatser är mina egna.

Figur 1 Växelkurs



En devalvering innebär att Riksbanken annonserar ett nytt högre riktvärde, dvs hela bandet skiftar uppåt. En revalvering innebär ett nytt lägre riktvärde och ett skift nedåt av bandet.

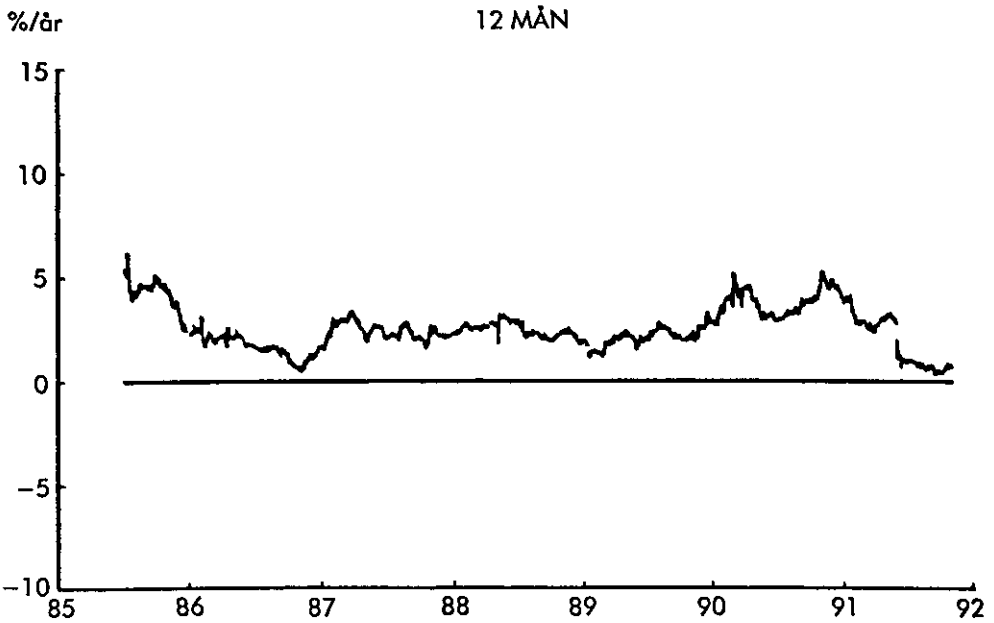
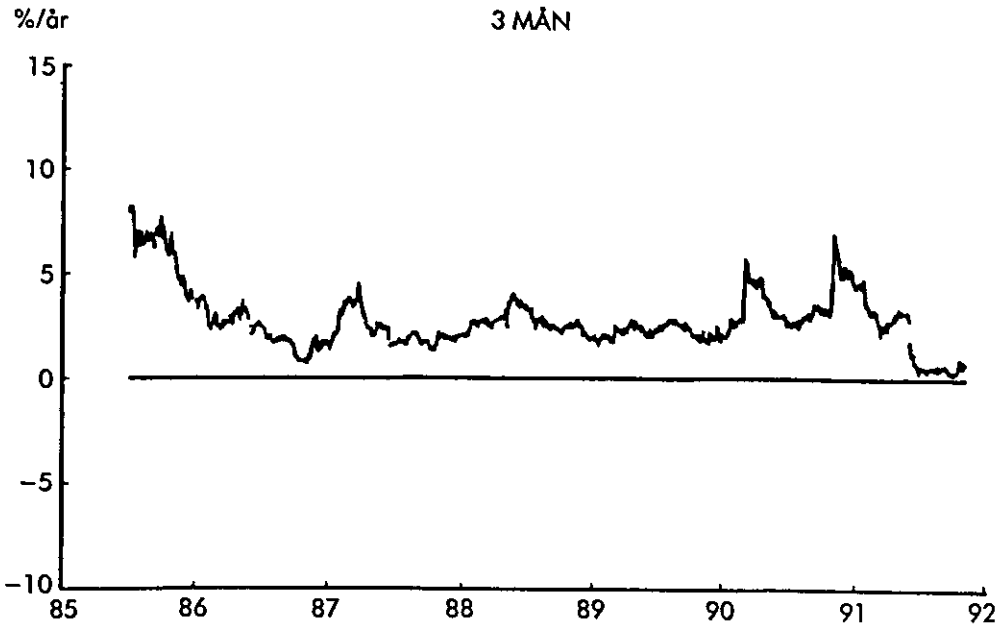
Kronan har inte devalverats sedan 1982. Den stora frågan är nu om det nuvarande riktvärdet är trovärdigt eller om det av och till uppstår devalveringsförväntningar bland de finansiella marknadernas aktörer. Att devalveringsförväntningar utgör ett problem och innebär ett underbetyg till växelkursregimen kräver knappast någon utförlig motivering. Devalveringsförväntningar hänger samman med inflationsförväntningar och leder till höga löneavtal, vilka i sin tur gör det mycket kostsamt i termer av arbetslöshet att senare avstå från en devalvering. Devalveringsförväntningar leder också till höga nominalräntor och till stor osäkerhet om vilka realräntor som faktiskt kommer att realiseras, i och med att inflationstakten blir osäker (hög om en devalvering inträffar, lägre om ingen devalvering inträffar).

I denna artikel skall jag nu visa hur devalveringsförväntningar kan mätas samt redovisa resultatet av en sådan matning för den svenska kronan. I slutet av artikeln skall jag också dra några ekonomisk-politiska slutsatser utifrån resultatet av mätningen.

### Räntedifferensen är en otilförlitlig indikator på devalveringsförväntningar

Det ligger nära till hands att vid en uppskattning av devalveringsförväntningar utgå från räntedifferensen, skillnaden mellan räntor för konton och värdepapper i svenska kronor och räntor för konton och värdepapper i utländska valutor. Figur 2 visar räntedifferensen på euromarknaden mellan en kronränta och en valutaränta, ett vägt genomsnitt av räntor för utländsk valuta. Räntorna avser 3 respektive 12 månaders löptid och är uttryckta i årstakt. Valutaräntan är en korgränta före ecu-anknytningen, en ecu-

Figur 2 Räntedifferens.



ränta efter ecu-anknytningen.<sup>1</sup> Vi ser att räntedifferensen har varit positiv under hela perioden, dvs kronräntan har varit högre än valutaräntan, men efter ecu-anknytningen har räntedifferensen blivit tämligen liten.

Vad har nu räntedifferensen med devalveringsförväntningar att göra? För att förstå detta kan vi tänka oss en utländsk investerare, som avser att investera ett visst ecu-belopp under 3 månader på euromarknaden. Låt oss anta att investeraren väljer mellan att placera beloppet på ett kronkonto till en kronränta eller på ett ecu-konto till en ecu-ränta. Om investeraren väljer att sätta in beloppet på ett kronkonto, måste han eller hon efter investeringstidens utgång växla tillbaka beloppet, inklusive upplupen ränta, från svenska kronor till ecu. Om en devalvering av kronan inträffar under investeringstiden gör då investeraren en viss förlust. Därför, om investeraren tror att kronan kan komma att devalveras under investeringstiden, är det rimligt att han eller hon kräver en högre kronränta för att vara lika villig att investera i kronor som i ecu.

Mot bakgrund av detta resonemang kan vi uppfatta räntedifferensen som ett mått på kronans förväntade värdeminskningstakt, deprecieringstakten, inom en horisont på 3 månader, uttryckt i årstakt.<sup>2</sup>

Om det nu inte funnits något växelkursband, utan växelkursen mellan devalveringarna hållits helt fast vid riktvärdet, så hade ränteskillnaden varit ett utmärkt mått på devalveringsförväntningarna. Då hade vi kunnat konstatera från *Figur 2* att det visserligen hade funnits devalveringsförväntningar under större delen av perioden, eftersom räntedifferensen varit positiv, men att devalveringsförväntningarna i det närmaste försvunnit efter ecu-anknytningen.

Nu är det tyvärr inte så enkelt. Det faktum att kronan kan fluktuera inom växelkursbandet gör att räntedifferensen blir ett mycket otillförlitligt mått på devalve-

ringsförväntningar. Anledningen är att kronans förväntade totala deprecieringstakt, räntedifferensen, kan ses som summan av förväntade *skift av bandet* (förväntad devalveringstakt) och förväntad deprecieringstakt *inom bandet*. För att mäta förväntad devalveringstakt måste alltså på något sätt förväntade kursrörelser inom bandet filtreras bort.

### En korrigering för maximal och minimal deprecieringstakt inom bandet ger stor osäkerhet

För att förstå detta bättre skall vi på nytt betrakta *Figur 1*. Vi skall se vilken maximal och minimal deprecieringstakt som kan uppstå inom bandet, dels inom 3 månader, dels inom 12 månader. Vi utgår ifrån den kurs som rådde den 24 oktober 1991. Kursen låg då 0,75 procent över riktvärdet. Största möjliga depreciering av kronan inom bandet inträffar om kro-

<sup>1</sup> Den ecu-ränta som är relevant i detta sammanhang är den teoretiska ecu-ränta som erhålls när de i ecun ingående valutornas euro-räntor vags samman med den teoretiska ecuns vikter. Denna ränta kan skilja sig något från den s k privata ecu-räntan (se Nilsson [1991]).

<sup>2</sup> Vi antar alltså öppen ränteparitet. Låt logaritmen av växelkursen vid tidpunkten  $t$  betecknas med  $s_t$ , låt  $i_t$  och  $i_t^*$  beteckna kron- och valutaräntan, och låt  $\tau$  beteckna löptiden. Öppen ränteparitet kan då skrivas  $i_t - i_t^* = E_t[s_{t+\tau} - s_t]/\tau$ , där  $E_t$  betecknar väntevärdet betingat på information tillgänglig vid tidpunkten  $t$ . Att anta öppen ränteparitet innebar att valutariskpremien försummas. Svensson [1991b] innehåller teoretiska och empiriska argument för att valutariskpremien kan försummas i ett smalt växelkursband som det svenska, även när det finns risk för devalveringar.

I ovanstående ekvation skall egentligen  $i_t$  och  $i_t^*$  ersättas med logaritmen för ett plus respektive effektiva årsränta. För måttliga räntedifferenser är denna korrigering dock ganska liten.

nan rör sig ända till den övre bandgränsen, 1,5 procent över riktvärdet. Deprecieringens storlek är då 1,5–0,75 procent = 0,75 procent. Om detta inträffar inom 12 månader innebär det en maximal deprecieringstakt av 0,75 procent per år. Om detta inträffar inom 3 månader innebär det en deprecieringstakt om 0,75 procent på 3 månader, dvs 3 procent per år uttryckt i årstakt.

På motsvarande sätt inträffar den minimala deprecieringen (den maximala apprecieringen) inom bandet om kronan rör sig ända ner till den lägre bandgränsen, 1,5 procent under riktvärdet. Den minimala deprecieringstakten inom 12 månader är då –1,5–0,75 procent per år = –2,25 procent per år. Den minimala deprecieringstakten inom 3 månader, uttryckt i årstakt, blir hela –9 procent per år. I jämförelse med observerade räntedifferenser är de maximala och minimala deprecieringstakterna inom bandet tamligen stora för korta löptider.

För att vi ska vara säkra på att vi verkligen mäter devalveringsförväntningar, dvs förväntningar om *skift* av bandet, och inte förväntningar om kursrörelser *inom* bandet, måste nu den maximala och minimala deprecieringstakten inom bandet för 3 och 12 månader dras från motsvarande räntedifferens. De resultat vi då får visas i *Figur 3*. Figuren visar den maximala och minimala förväntade devalveringstakten, för en horisont på 3 respektive 12 månader, uttryckt i årstakt. Vi vet nu att den sanna förväntade devalveringstakten säkert ligger mellan den övre och undre kurvan i varje diagram. Ett problem är emellertid att osäkerheten har blivit så stor för den korta horisonten, 3 månader. Osäkerhetsintervallet, avståndet mellan den maximala och minimala devalveringstakten, har blivit hela 12 procent per år. Vi kan inte avgöra om de sanna devalveringsförväntningarna inom 3 månader är positiva eller negativa, utom vid några få tillfällen. I stort sett kan vi inte dra några slutsatser alls beträffande förväntning-

arna om en devalvering inom 3 månader.

För den längre horisonten, 12 månader, är osäkerheten betydligt mindre. Osäkerhetsintervallet är bara 3 procent per år. Vi ser att den förväntade devalveringstakten varit positiv under 1990 fram till ecu-anslutningen, och att den varit positiv av och till under en stor del av perioden från juni 1985. Vi ser också att den minimala devalveringstakten är ungefär noll den 24 oktober 1991.<sup>3</sup>

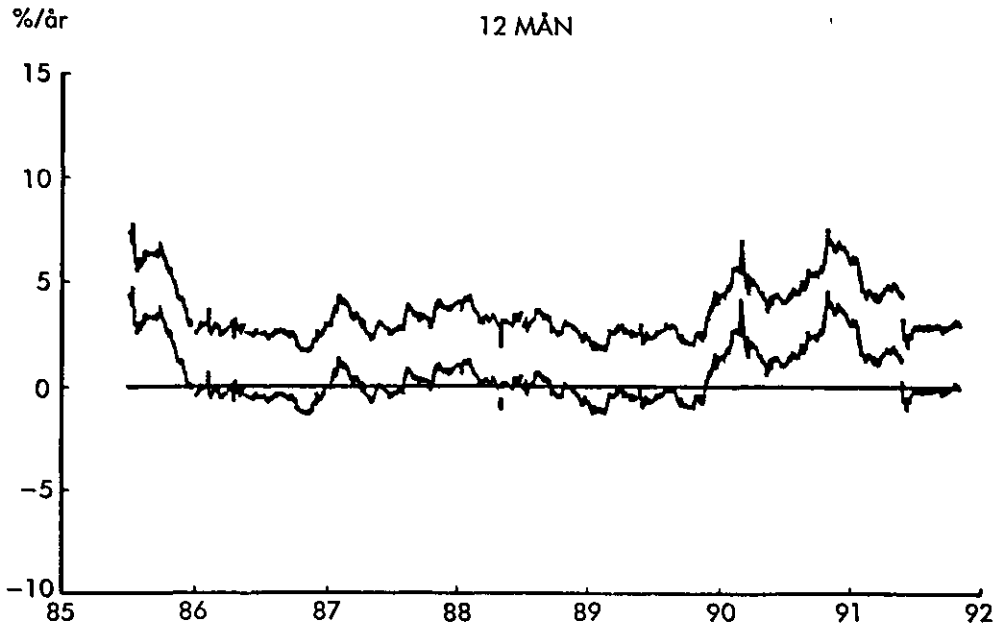
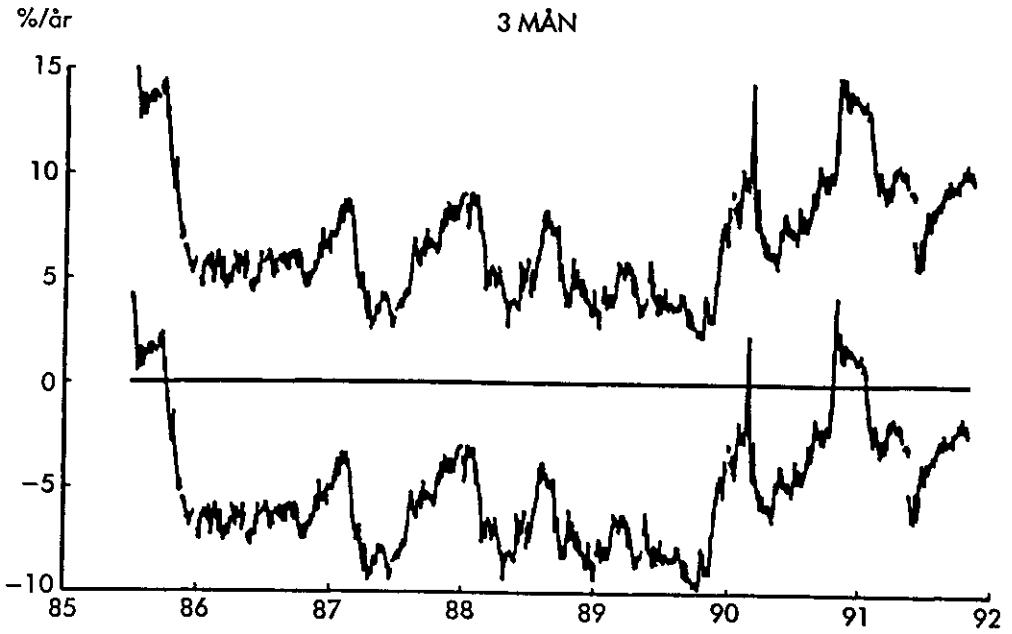
## En bättre metod att mäta devalveringsförväntningar

I ett forskningsprojekt om devalveringsförväntningar och växelkursband har jag samarbetat med fyra forskare, professorerna Giuseppe Bertola, Princeton University, och Andrew Rose, University of California, Berkeley, samt doktoranderna Hans Lindberg, Sveriges riksbank och Stockholms universitet, och Paul Söderlind, Stockholms universitet och Princeton University. Projektet har resulterat i en bättre metod att mäta devalveringsförväntningar.

Metoden består i att med ekonometrisk analys utifrån växelkursdata skatta förväntade växelkursrörelser inom bandet för varje relevant horisont, och sedan göra motsvarande korrektion av räntedifferenserna. Metoden har provats såväl på svenska data som på data från växelkursbanden i EMS, EGs monetära samarbete. Metoden har två stora fördelar. För det första ger den betydligt bättre precision än ovanstående korrektion med maxi-

<sup>3</sup> Att på detta sätt korrigerar räntedifferensen med maximal och minimal deprecieringstakt utgör (som visas i Lindberg, Svensson och Söderlind [1991]) en variant av det sk *simplest test* som beskrivs i Svensson [1991c]. Detta test har också oberoende använts av Mats Persson i Söderström [1991]. Testet har fördelen att det kan användas också utan antagande om öppen ranteparitet.

Figur 3 Maximal och minimal förväntad devalveringstakt.



mala och minimala förväntningstakter. För det andra står metoden på en stabil statistisk grund, vilket möjliggör statistisk inferens och hypotesprövning, t ex beräkning av konfidensintervall.<sup>4 5</sup>

Resultatet av metoden framgår av *Figur 4*. Där ser vi 95-procentiga konfidensintervall för förväntade devalveringstakter inom 3 respektive 12 månaders horisont. Ett 95-procentigt konfidensintervall innebär att med 95 procents sannolikhet ligger den sanna förväntade devalveringstakten mellan den övre och undre kurvan i varje diagram.

Vi ser genast att precisionen i skattningen blivit bättre. För 12 månaders horisont är det nya osäkerhetsintervallet omkring 1 procent per år, undantagsvis upp till 1,5 procent per år i slutet av perioden. Jämfört med osäkerhetsintervallet på 3 procent per år i *Figur 3* är detta en förbättring med en faktor 3 för större delen av perioden, en faktor 2 för slutet av perioden. För 3 månaders horisont är det nya osäkerhetsintervallet mellan 1 och 4 procent per år, dvs en förbättring med en faktor mellan 4 och 12 jämfört med osäkerhetsintervallet på 12 procent per år i *Figur 3*. För en horisont på 1 månad kan man visa att precisionen förbättras med en faktor 18, från 36 procent per år till ca 2 procent per år.

Vi ser också att vi kan dra mycket tydliga slutsatser. För 12 månaders horisont är den förväntade devalveringstakten tydligt större än noll för hela perioden. Devalveringsförväntningarna var särskilt stora under 1985 och från början av 1990 och fram till ecu-anknytningen. Devalveringsförväntningarna är lägre efter ecu-anknytningen, men den förväntade devalveringstakten är fortfarande positiv.

För 3 månaders horisont ser vi att den förväntade devalveringstakten varit positiv under nästan hela perioden, och att den var särskilt hög under 1985 och från början av 1990 och fram till ecu-anknytningen. Den förväntade devalveringstakten föll rejält vid ecu-anknytningen, men

sedan har, kanske något oroande, den förväntade devalveringstakten stigit igen och den 24 oktober 1991 var den klart positiv.<sup>6</sup>

## Att tolka förväntad devalveringstakt

Låt oss se närmare på två tillfällen. Den högsta devalveringstakten på 3 månaders horisont under 1990 inträffade den 18 oktober. Punktskattningen mitt i konfidensintervallet var då 10 procent per år. Den senaste observationen efter ecu-anknytningen, den 24 oktober 1991, var punktskattningen för den förväntade devalveringstakten inom 3 månaders horisont 3,6 procent per år. Hur skall dessa siffror tolkas?

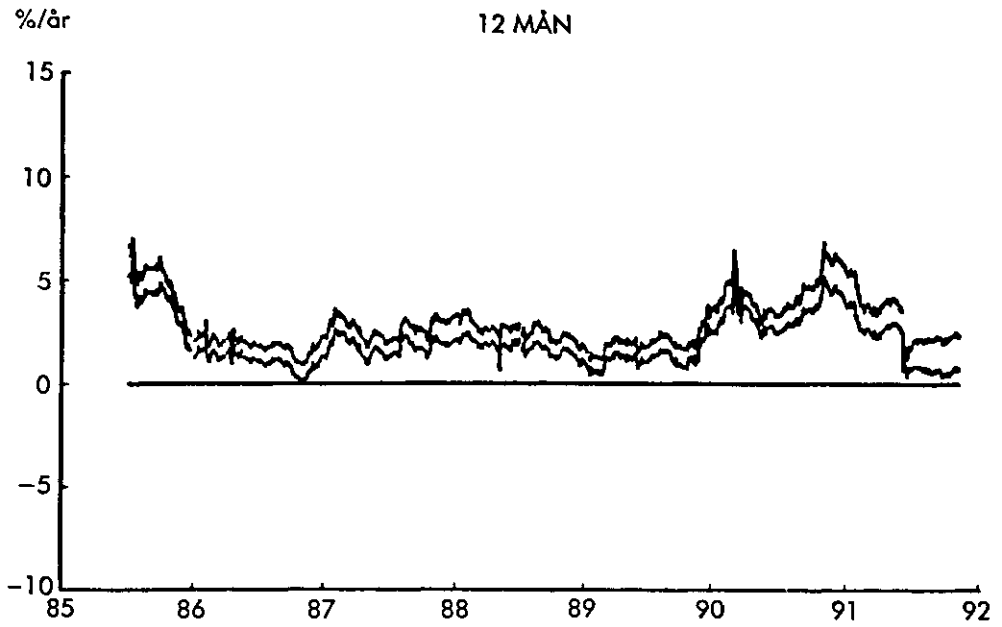
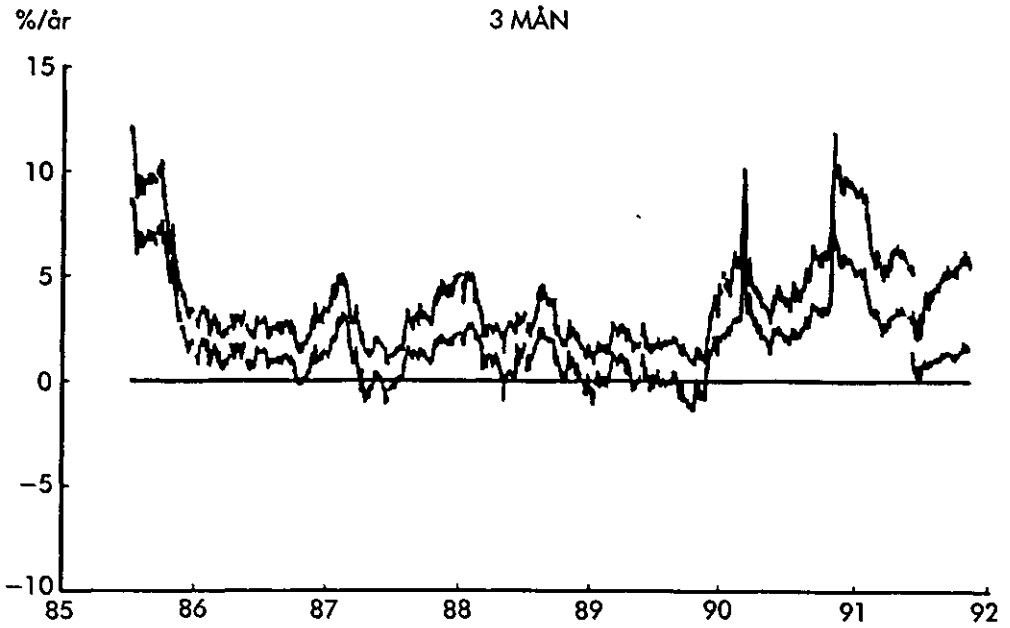
För att förstå hur siffrorna skall tolkas observerar vi att den förväntade devalveringstakten kan ses som produkten av två

<sup>4</sup> Idén till metoden presenterades först i den teoretiska uppsatsen Bertola & Svensson [1990]. Sedan har metoden tillämpats empiriskt på växelkursbanden i EMS av Rose & Svensson [1991] och Svensson [1991a] och på det svenska växelkursbandet av Lindberg, Svensson & Söderlind [1991].

<sup>5</sup> Låt  $c_t$  beteckna logaritmen av riktvardet, och låt  $x = s_t - c_t$  beteckna växelkursens avvikelser från riktvardet. Utifrån öppen ränteparitet kan man då härleda  $E_t[c_{t+\tau} - c_t]/\tau = i_t - i_t^* - E_t[x_{t+\tau} - x_t]/\tau$ . Dvs, genom att ekonomiskt skatta förväntad deprecieringstakt inom bandet,  $E_t[x_{t+\tau} - x_t]/\tau$ , och subtrahera denna från räntedifferensen kan man skatta den förväntade devalveringstakten,  $E_t[c_{t+\tau} - c_t]/\tau$ . Skattningen måste också modifieras för att ta hänsyn till att växelkursens läge inom bandet kan ändras vid en devalvering.

<sup>6</sup> Det finns inte utrymme att här gå in på de specifika orsakerna till episoderna med särskilt höga devalveringsförväntningar. Dock kan det sägas beträffande de höga devalveringsförväntningarna under 1985 att de av allt att döma berodde på valet i september, snarare än det allmänna makroekonomiska läget (se Lindberg, Svensson & Söderlind [1991]).

Figur 4 Förväntad devalveringstakt, 95 % konfidensintervall.



faktorer, dels den förväntade devalveringsstorleken ifall en devalvering verkligen skulle inträffa, dels den förväntade devalveringsfrekvensen. Låt oss anta att den förväntade devalveringsstorleken, ifall en devalvering verkligen inträffar, är 10 procent. Detta är en devalveringsstorlek som nog många bedömare skulle anse ganska rimlig, givet att en devalvering verkligen inträffade.

I oktober 1990 var alltså den högsta förväntade devalveringstakten 10 procent per år. Med en förväntad devalveringsstorlek på 10 procent måste den förväntade devalveringsfrekvensen vara 100 procent per år (ty 10 procent multiplicerat med 100 procent per år blir 10 procent per år). En förväntad devalveringsfrekvens på 100 procent per år motsvarar 25 procent per 3 månader. Annorlunda uttryckt kan vi fastslå att, betingat på en förväntad devalveringsstorlek på 10 procent, marknadsaktörerna bedömde sannolikheten för en devalvering inom 3 månader till 25 procent, dvs en på fyra.

I oktober 1991 var devalveringstakten 3,6 procent per år. Enligt samma resonemang som ovan, och med samma förväntade 10-procentiga devalveringsstorlek, blir den förväntade devalveringsfrekvensen 36 procent per år, dvs 9 procent per 3 månader. Det betyder att marknadsaktörernas sannolikhet för en devalvering inom 3 månader var 9 procent, dvs ungefär en på elva.

En sannolikhet på 9 procent är förvisso betydligt mindre än en sannolikhet på 25 procent, men den är inte obetydlig. Efter ecu-anslutningen finns alltså fortfarande vissa förväntningar om en devalvering redan inom 3 månader.

För 12 månaders horisont var den högsta förväntade devalveringstakten under 1990 6 procent per år, vilket liksom för 3 månaders horisont också inträffade den 18 oktober. Med 10 procents devalveringsstorlek innebär det en förväntad devalveringsfrekvens på 60 procent per år. Marknadens sannolikhet för en devalve-

ring inom 12 månader var alltså 60 procent. Den 24 oktober 1991 var den förväntade devalveringstakten inom 12 månader 1,5 procent. Med oförändrad förväntad devalveringsstorlek innebär detta att sannolikheten för en devalvering inom 12 månader var 15 procent, förvisso en mycket lägre sannolikhet än ett år tidigare, men ett gott stycke från noll.

### Beräkna själv den förväntade devalveringstakten!

Med hjälp av *Figur 5* kan varje läsare själv räkna ut marknadens förväntade devalveringstakt, utifrån en given växelkurs och en given räntedifferens för 3 månaders löptid. Växelkursen mätts längs den horisontella axeln i procentuell avvikelser från riktvärdet. Räntedifferensen mäts längs den vertikala axeln i procent per år. Som exempel kan vi ta den sista observation vi har i figurerna ovan, den 24 oktober 1991. Då låg som nämnts kursen 0,75 procent över riktvärdet och en 3-månaders kronränta på euromarknaden låg 0,75 procent per år över en 3-månaders ecu-ränta. Detta motsvarar punkt *A* i figuren. Den negativt lutande heldragna linjen visar en ekonometriskt skattad förväntad deprecieringstakt inom bandet (mätt längs den vertikala axeln i procent per år), som en funktion av kronans läge i bandet (mätt längs den horisontella axeln).<sup>7</sup> Vi ser att för kurser mindre än en halv procent under riktvärdet är den förväntade depre-

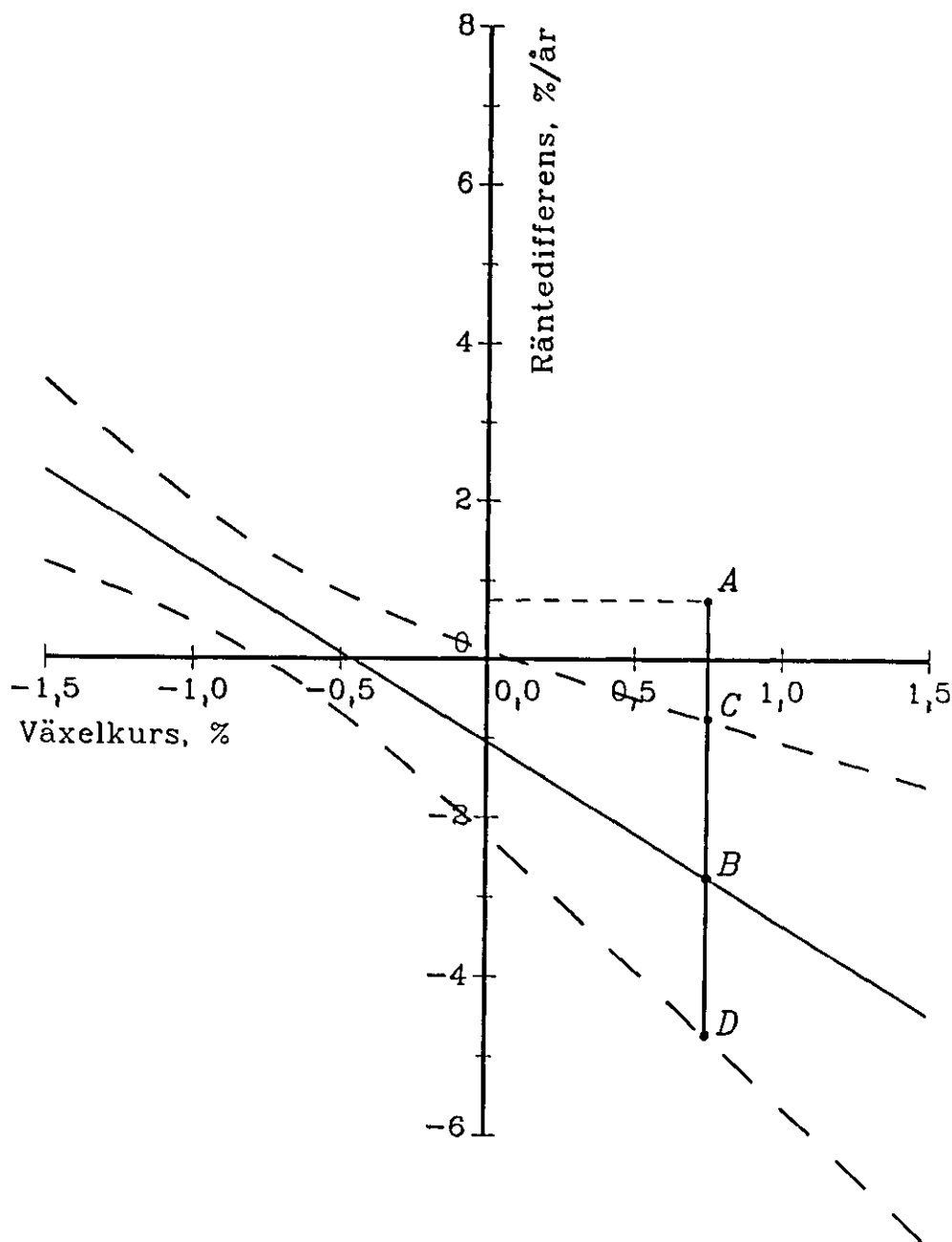
<sup>7</sup>Den förväntade deprecieringstakten har här skattats med regressionskvationen

$$[x_{t+\tau} - x_t]/\tau = -1,06 - 2,28 x_t + e_{t+\tau}$$

(0,60) (0,63)

vilken har skattats på dagsdata för perioden 850627–911024, med  $\tau$  motsvarande 3 månader. Standardfelet (inom parentes) har skattats med en Newey–West-estimator som tillåter heteroskedasticitet och seriekorrelation för feltermerna. Kovariansen mellan estimaten för intercept och lutning (som behövs för att

Figur 5 Beräkning av förväntad devalveringstakt, 3 mån, 95 % konfidensintervall.



beräkna konfidensintervallet) har skattats till 0,30.

Med denna regressionsekvation ges den förväntade deprecieringstakten inom bandet av  $E_t[x_{t+\tau} - x_t]/\tau = -1,06 - 2,28 x_t$ . I Rose & Svensson [1991] och Lindberg, Svensson & Sö-

derlind [1991] jämförs ett stort antal olika specifikationer, uppsättningar förklaringsvariabler och estimationsmetoder för valutorna i EMS respektive den svenska kronan. En enkel linjär regression enligt ovan är den metod som i de flesta fall ger rimliga och robusta resultat.

cieringstakten negativ, dvs kronan förväntas appreciera mot en nivå på en halv procent under riktvärdet. För kurser mer än en halv procent under riktvärdet förväntas en depreciering mot den nämnda nivån. För kursen 0,75 procent över riktvärdet är den förväntade deprecieringstakten inom 3 månader ungefär  $-2.8$  procent per år (punkt *B* i figuren). Denna deprecieringstakt skall dras från räntedifferensen, vilket ger en förväntad devalveringstakt på ca 3,6 procent per år, avståndet mellan punkt *A* och *B* [ $0,75 - (-2,8) = 3,55$ ].

Enkelt uttryckt ges den förväntade devalveringstakten av det vertikala avståndet mellan den punkt som motsvarar växelkurs och räntedifferens och den negativt lutande linje som motsvarar förväntad deprecieringstakt inom bandet.

Eftersom kronan ligger högt i bandet är den tämligen låga räntedifferensen ett missvisande mått på förväntad devalveringstakt. Eftersom kronan ligger högt i bandet förväntas kronan appreciera inom bandet, vilket i frånvaro av devalveringsförväntningar borde ge upphov till en negativ räntedifferens. Skillnaden mellan denna negativa räntedifferens och den rådande positiva räntedifferensen är det rättvisande måttet på förväntad devalveringstakt.

De streckade kurvorna på varsin sida om den negativt lutande linjen utgör ett 95-procentigt konfidensintervall för den förväntade deprecieringstakten inom bandet. För växelkursen 0,75 procent över riktvärdet är storleken på detta konfidensintervall 2 procent per år (avståndet mellan punkterna *C* och *D*). Ett 95-procentigt konfidensintervall för den förväntade devalveringstakten ges alltså av avståndet mellan *A* och *C* respektive *A* och *D*. Detta resulterar i intervallet  $3,6 \pm 1$  procent per år, och vi kan säga att med 95 procents sannolikhet ligger den sanna förväntade devalveringstakten för 3 månaders horisont mellan 2,6 och 4,6 procent per år.

## Devalveringsförväntningarna finns kvar, trots ecu-anknytningen

Låt mig nu summera vad vi sett i våra figurer. Det går att mäta devalveringsförväntningar med ganska god precision. Sådana mätningar för den svenska kronan visar att det funnits devalveringsförväntningar på både 3 och 12 månaders horisont under nästan hela perioden efter 1985. Av särskilt intresse är att devalveringsförväntningarna minskade kraftigt i samband med knytningen till ecun, men att de senare ökat igen.

Låt mig slutligen dra några ekonomisk-politiska slutsatser av det ovanstående. Att devalveringsförväntningarna inte försvunnit i och med ecu-anknytningen är egentligen ganska logiskt. Ecu-anknytningen är ju ensidig, och regeringen har fortfarande frihet att devalvera, även om den politiska kostnaden för en devalvering förmodligen har ökat.

## Förbättra trovärdigheten med medlemskap i EMS och med en oberoende riksbank

För att förbättra trovärdigheten och minska devalveringsförväntningarna krävs av allt att döma en avsevärd inskränkning i möjligheterna att devalvera. En sådan inskränkning ges av medlemskap i EMS. Från trovärdighetssynpunkt är det önskvärt att ett medlemskap i EMS kommer så snabbt som möjligt, och det vore bra om ett medlemskap i EMS inte behöver vänta på ett medlemskap i EG.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> När kronans knytning till ecun annonserades den 17 maj 1991 deklarerade riksbanksfullmäktige också "sin önskan att Sverige, så snart möjlighet för detta öppnas, skall söka bli associerad medlem av det europeiska växelkurs-samarbetet, EMS". Denna deklaration synes ha underbetonats av nyhetsmedierna.

En annan angelägen reform gäller Riksbankens ställning. En mycket samstämmig nationalekonomisk forskning har under senare år övertygande visat att en oberoende riksbank som fäster större vikt vid prisstabilitet än regeringen gör leder till en bättre makroekonomisk jämvikt.<sup>9</sup> En sådan reform av Riksbankens ställning kompletterar ett medlemskap i EMS. I de diskussioner som för närvarande förs i EG om EMU, den ekonomiska och monetära union som skall efterträda EMS, har det betonats att en framtida europeisk riksbank skall styras av ett råd av nationella riksbankschefer och att det är av avgörande betydelse att dessa nationella riksbankschefer står oberoende gentemot sina nationella regeringar.

En oberoende riksbank har ju av och till diskuterats ganska intensivt i den ekonomisk-politiska debatten. Tyvärr har två stora missuppfattningar fått viss spridning, och jag kan inte låta bli att utnyttja tillfället till att kortfattat bemöta dessa.

### Byte av ekonomisk-politiska mål?

Den ena missuppfattningen är att inrättandet av en oberoende riksbank som lägger större vikt vid prisstabilitetsmålet än regeringen skulle innebära att man i smyg och på ett odemokratiskt sätt ändrar på de ekonomisk-politiska målen. Så är emellertid inte alls fallet. Man kan, något överraskande, visa att *varje* regering, *oavsett* sina ekonomisk-politiska mål, har lättare att uppfylla dessa mål om Riksbanken fäster *större* vikt vid prisstabilitet än vad regeringen gör. Detta är ett mycket intressant och kraftfullt resultat i senare års nationalekonomisk forskning. Det finns både teoretiskt och empiriskt stöd för detta resultat. I korthet innebär resultatet att med en oberoende riksbank som fäster större vikt vid prisstabilitet än regeringen uppnås en lägre inflationstakt *utan* att för den skull sysselsättningen blir lägre.

### Odemokratiskt?

Den andra missuppfattningen är att det skulle vara något principiellt odemokratiskt med en oberoende riksbank. Detta är helt fel. Det är inget odemokratiskt i att riksdagen delegerar somliga beslut till Riksbanken. Det är heller inget odemokratiskt i att begränsa regeringens och riksdagens möjligheter till omedelbara ingripanden i växelkurspolitiken. Begränsningar för omedelbara ingripanden av riksdag och regering finns ju redan beträffande grundlagen, och detta anses ju vara ett skydd för demokratin. De frihandelsavtal som Sverige slutit inom GATT utgör ett annat exempel på inskränkningar i regeringens och riksdagens kortsiktiga handlingsfrihet, inskränkningar som varit viktiga för att kunna stå emot protektionistiska särintressens påtryckningar. Det är under inga förhållanden fråga om att ifrågasätta riksdagens och svenska folkets *långsiktiga* kontroll av Riksbanken. Den finns kvar hela tiden.

Låt mig sluta med att upprepa min slutsats: Devalveringsförväntningar finns kvar, även efter ecu-anknytningen. Detta gör det minst lika viktigt som förut att växelkurspolitikens trovärdighetsproblem får en bestående lösning.

### Referenser

- Bertola, G & Svensson, L E O, [1990], "Stochastic Devaluation Risk and the Empirical Fit of Target Zone Models". IIES Seminar Paper No 481, Stockholm.
- Lindberg, H, Svensson, L E O & Soderlind P, [1991], "Devaluation Expectations: The Swedish Krona 1982-1991". IIES Seminar Paper No 495, Stockholm.
- Nilsson, J, [1991], "Privat ecu - egenskaper och utveckling". *Penning- och Valutapolitik*, nr 3, s 24-31.

<sup>9</sup>For diskussion och referenser, se M Persson [1990] och T Persson [1990].

- Persson, M, [1990], "Vad kan en finansminister göra?". I *Ekonomiska rådets årsbok 1989*, Konjunkturinstitutet, Stockholm.
- Persson, T, [1990], "Stabiliseringspolitikens möjligheter: En instabil historia". I *Ekonomiska rådets årsbok 1989*, Konjunkturinstitutet, Stockholm.
- Rose, A & Svensson, L E O, [1991], "Expected and Predicted Realignment: The FF/DM Exchange Rate during the EMS". IIES Seminar Paper No 485, Stockholm.
- Svensson, L E O, [1991a], "Assessing Target Zone Credibility: Mean Reversion and Devaluation Expectations in the EMS". IIES Seminar Paper No 481, Stockholm.
- Svensson, L E O, [1991b], "The Foreign Exchange Risk Premium in a Target Zone with Devaluation Risk". *Journal of International Economics*. Under publicering.
- Svensson, L E O, [1991c], "The Simplest Test of Target Zone Credibility". *IMF Staff Papers*, vol 38, s 655-665.
- Soderstrom, H T (red), [1991], *Sverige vid vändpunkten*. Konjunkturrådets rapport 1991. SNS förlag, Stockholm.