

## Leder budgetunderskott till devalvering?\*

*Under höstens svenska valutakris ansågs det allmänt att statens budgetunderskott måste minskas om växelkursen skulle kunna bli trovärdig. I denna artikel diskuterar Mats Persson tänkbara samband mellan budgetunderskott och växelkurs. Sambanden visar sig vara tämligen otydliga. Slutsatsen blir därför att höstens spekulationer mot kronan kan ha berott lika mycket på andra faktorer som på budgetunderskottet.*

Höstens återkommande valutakriser riktade uppmärksamheten mot det statliga budgetunderskottet. I diskussionerna kring de sk krispaketen i september och november framhöll man från såväl riksbanken som från politiskt håll och från den sk marknaden att en minskning av budgetunderskottet var nödvändig för att skapa trovärdighet för den fasta växelkursen. Efter den 19 november har Sverige en flytande växelkurs, men diskussionen är fortfarande densamma: först gäller det att få ner budgetunderskottet, och sedan kan vi möjligen våga dra ner räntan utan att riskera inflation och en ytterligare depreciering av kronan. I denna artikel ska jag diskutera vad den ekonomiska teorin säger om sambandet mellan budgetunderskott och växelkurs.

Av den populära debatten får man lätt

*MATS PERSSON är professor i nationalekonomi vid Institutet för internationell ekonomi, Stockholms universitet. Han har i sin forskning främst sysslat med makroekonomi och med den offentliga sektorns ekonomi. Sedan 1990 har han varit medlem av SNS Konjunkturråd. Han är också ledamot av styrelsen för Riksgäldskontoret.*

intrycket att det existerar ett mycket starkt samband, så att ett ökat underskott i statens budget med bestämdhet leder till devalveringsförväntningar (vid fast växelkurs) alternativt en depreciering (vid flytande växelkurs). Faktum är att teorin inte ger något särskilt starkt stöd för denna uppfattning; det finns ett samband, men det är tämligen subtilt. Rent allmänt kan man säga, att allt beror på hur underskottet finansieras.

Vi ska diskutera effekterna på växelkursen av ökade statliga utgifter som inte täcks av ökade skatter. Diskussionen kommer att föras i tre olika dimensioner. För det första har vi lång respektive kort sikt – eller, om man så vill, monetaristisk respektive keynesiansk teori. För det andra har vi flytande respektive fast växelkurs, och för det tredje har vi budgetunderskott som finansieras genom sedelpressarna respektive genom upplåning. Det blir således en hel rad olika fall att hålla reda på och det är därför föga förvånande att sambanden i slutändan ter sig tämligen komplicerade.

\* Jag vill tacka följande personer som kanske inte håller med om allt som sägs i denna artikel men som ändå bistått med värdefulla kommentarer och synpunkter: Magnus Henrikson, Lars Horgren, Assar Lindbeck, Johan Myhrman och Staffan Viotti.

## Tre finansieringsmöjligheter

Det finns för en regering tre sätt att finansiera ett budgetunderskott: finansiering via sedelpressarna, inhemsk upplåning och utländsk upplåning.<sup>1</sup> Jag ska i detta avsnitt visa att det för en liten, öppen ekonomi av Sveriges typ inte är någon principiell skillnad mellan inhemsk och utländsk upplåning.

I en liten, öppen ekonomi är den inhemska räntan lika med den internationella räntan plus förväntad framtida växelkursförändring. Detta är det sk paritetsvillkoret, och det gäller oavsett om landet har en fast eller en flytande vaxelkurs. Låt oss betrakta växelkursen som given och studera en situation då staten har att välja mellan att låna inom landet och att låna utomlands. Penningmängden kommer att vara oberoende av vilket alternativ man väljer. Räntenivån ändras då inte om staten i stället för att låna inom landet skulle börja låna utomlands (såvida inte detta skulle skapa förväntningar om framtida växelkursförändringar, se nedan). I avsaknad av statlig upplåning skulle landets medborgare – i den mån de önskar hålla några statsobligationer alls – hålla utländska statsobligationer i sina portföljer. Antag att sådana är perfekta substitut till inhemska obligationer. Om staten börjar låna upp pengar inom landet innebär detta att de utländska obligationerna trängs ut ur medborgarnas portföljer. Landets nettoposition gentemot utlandet försämrars då med ett belopp som exakt motsvarar budgetunderskottet, vilket innebär att all upplåning i praktiken är att betrakta som utlandsupplåning.

Ovan påpekades att den inhemska räntan inte påverkades av om staten valde att låna utomlands i stället för inom landet, såvida inte detta i sig skulle skapa förväntningar om framtida växelkursförändringar. Eftersom det inte existerar någon meningsfull skillnad mellan inhemsk och utländsk upplåning i en öppen ekonomi finns det inte heller några skäl till att det

valet skulle påverka vaxelkursen, och därför finns inte heller någon anledning att formoda, att det valet skulle ge upphov till några förväntningar om växelkursförändringar.<sup>2</sup>

Det finns således ingen principiell skillnad mellan inhemsk och utländsk upplåning. Därmed är naturligtvis inte sagt att de två typerna av upplåning är helt ekvivalenta i praktiken. De nationella kapitalmarknaderna fungerar kanske i verkligheten inte alltid helt perfekt och det kan därför vara lämpligt att Riksgäldskontoret, som är den myndighet som har till uppgift att verkställa upplåningen, ibland vänder sig till den inhemska och ibland till den internationella marknaden.

Vi har hittills inte sagt någonting om i vilken valuta lånen tas; inhemsk upplåning kan ju göras i såväl kronor som D-mark, och Riksgäldskontoret kan likaledes låna såväl kronor som dollar av utländska långgivare. Man kan konstatera att det, med en viktig reservation som ska diskuteras i avsnittet om den sk valutalånenormen nedan, inte spelar någon roll i vilken valuta lånen är denominerade.

Om staten skulle låna i utländsk valuta (från det egna landets medborgare eller från utlänningar) får Riksgäldskontoret betalt för sina obligationer i en annan valuta än den regeringen behöver för att betala sina ökade utgifter. Man måste alltså växla till sig svenska kronor för de, såg, D-mark man fått för obligationerna – och vid en flytande växelkurs kan inte denna växling göras hos riksbanken utan måste äga rum ute på den fria marknaden. När växlingen skett, och de ökade statsutgifterna väl betalats ut, är mängden kronor och mängden D-mark densamma som den var från början. Således påverkas varken växelkurs eller ränta av att man

<sup>1</sup> För en tidigare diskussion av problemet kring upplåning, se Myhrman [1980].

<sup>2</sup> Detta förutsätter att aktörerna på marknaderna har rationella förväntningar.

gjorde på detta sätt i stället för att låna i kronor direkt, och därför spelar valet av valuta för upplåningen inte heller någon makroekonomisk roll.

Detsamma gäller vid fast växelkurs, med den skillnaden att växlingen då sker i Sveriges Riksbank i stället. Om svenska staten lånar i kronor av utlandet måste de utländska placerare som vill köpa de svenska statsobligationerna först gå till Sveriges Riksbank och växla till sig kronor, varvid riksbankens valuta-reserv ökar. Om i stället Sverige lånar i D-mark behöver inte de utländska långivarna gå till riksbanken och växla till sig svenska kronor; det gör i stället Riksgäldskontoret, och resultatet vad gäller svensk penningmängd och valuta-reserv blir detsamma som om upplåningen hade skett i kronor.

### Effekter på lång sikt

Efter denna utveckling kan vi återgå till vår huvudfråga, dvs effekterna på växelkursen av ett ökat budgetunderskott. Låt oss först diskutera hur växelkursen bestäms på lång sikt, vilket i detta sammanhang betyder kanske fem år eller mer. Vi har då ett par teorier som ger mycket klara besked, men dessa teorier förefaller ha ett tämligen svagt stöd i empirisk forskning. För det första har vi den renodlat *monetaristiska* synen, som säger att förändringar i penningmängden inte har några reala effekter men att de påverkar den allmänna prisnivån. Om vi ska tillämpa detta på vårt problem, måste vi förutsätta att ett budgetunderskott leder till en ökning av penningmängden. Då får vi en allmän prisuppgång och därmed även en prisstegring på utländsk valuta. Resultatet blir således en depreciering av den egna valutan vid flytande växelkurs. Vad som händer vid fast växelkurs är mer tveksamt eftersom penningmängden inte kan ökas under en sådan växelkursregim; se nedan.

På lång sikt får vi således vid flytande växelkurs en depreciering av valutan, förutsatt att budgetunderskotten är penningmängdsfinansierade. Om de däremot finansieras genom upplåning finns ingen sådan tydlig mekanism. Dessutom är frågan huruvida "lång sikt" är ett empiriskt användbart begrepp. På de fem år eller mer som det här är fråga om hinner så mycket hända att något tydligt samband mellan penningmängd och prisnivå eller växelkurs knappast kan observeras. Detta beror främst på att finansiella innovationer på finansmarknaderna gör att betalningsteknologin är stadd i en ständig förändring; den ekonomiskt relevanta definitionen av penningmängden ändras därför över tiden. Man kan naturligtvis alltid hitta någon "penningmängd" (tex M1 eller M2) som förefaller ge ett stabilt samband med prisnivån för en kort period, men så småningom visar det sig att en annan definition (tex M3 eller M4) förefaller passa data bättre, åtminstone för en tid.

Den andra teorin vi har om växelkursbestämning på lång sikt är den sk *köpkraftspariteten*, som säger att den reala köpkraften för en krona är densamma i alla länder. Denna teori är egentligen bara en variant av den monetaristiska synen och den har blivit föremål för nästan lika många empiriska test, vilkas resultat är långt ifrån tydliga.<sup>3</sup> Vad gäller den fråga vi är intresserade av finns det således två stora problem. För det första är det inte klart att ett statligt budgetunderskott leder till en förändring av köpkraften inom landet (annat än om underskottet är penningmängdsfinansierat, då prisnivån kan förväntas stiga på lång sikt – om vi tror på monetarismen). För det andra är det inte uppenbart att en sådan förändring av köpkraften leder till motsvarande

<sup>3</sup> För litteraturreferenser, se tex Levich [1985].

växelkursförändring, annat än möjligen på lång sikt.<sup>4</sup>

Dessa långsiktiga teorier har därför inget särskilt starkt stöd i den observerade verkligheten, vilket förmodligen främst beror på att verkligheten, på den långa sikt som det här är fråga om, hinner ändra sig så mycket att teoriernas förutsägelser drunknar i alla andra faktorer som styr vaxelkursen. Därmed är inte sagt att teorierna är värdelösa; tvärtom har de ett stort pedagogiskt värde när man vill analysera effekterna av olika åtgärder *ceteris paribus*, när allt annat är oförändrat. Om vi dock vill försöka förstå vad som händer med den svenska valutan under hösten 1992 har vi inte så mycket hjälp av dem.

I resten av denna artikel ska vi därför diskutera mer kortsiktiga mekanismer. Dessa bygger på dels en keynesiansk makroteori, dels ett antagande om att de finansiella marknaderna (inklusive valutamarknaden) hänger intimt samman och kan anpassa sig snabbt och smidigt.

### **Kort sikt: lånefinansierat underskott vid flytande växelkurs**

Låt oss först diskutera effekterna av ett ökat budgetunderskott som finansieras genom upplåning, respektive via sedelpressarna, vid flytande växelkurs. Därefter tar vi upp fallet med fast växelkurs.

Antag att staten, under en regim med flytande växelkurs, ökar sina utgifter och finansierar detta genom upplåning. I en liten, öppen ekonomi med perfekt kapitalrörlighet påverkas inte det inhemska sparandet av att staten behöver sälja obligationer; som visats i föregående avsnitt får inte själva upplåningen några makroekonomiska effekter.<sup>5</sup> De ökade statsutgifterna, däremot, får effekter.

Ökade statliga utgifter leder enligt den keynesianska teorin till en stimulans av ekonomin; BNP tenderar att öka. Detta leder i sin tur till en ökad efterfrågan på betalningsmedel, vilket tenderar att driva

upp den korta, och möjligen även den långa, rantan. Höjda korträntor leder i sin tur till att valutan apprecieras genom paritetsvillkoret, som säger att den inhemska räntan måste vara lika med den utländska räntan plus förväntad växelkursförändring.<sup>6</sup>

Apprecieringen av valutan försämrar konkurrenskraften hos den inhemska industrin och motverkar därför den makroekonomiska stimulansen som ursprungligen skapades av de ökade statliga utgifterna. Man brukar därför säga, att i det teoretiskt renodlade fallet kan inte finanspolitiken påverka den aggregerade efterfrågan i ekonomin (annat än på kort sikt); eventuella expansionstendenser motverkas av utslagningen av exportföretag och importkonkurrerande företag.<sup>7</sup> I praktiken är det inte säkert att motverkan blir fullständig. En viss expansionseffekt skulle i så fall kunna återstå även på längre sikt, men den är förmodligen tämligen obetydlig.

Resultatet av det ökade budgetunderskottet blir därför en större S-sektor, en mindre K-sektor, en högre ränta och en apprecierad valuta. Det är den sista effekten som är intressant i detta sammanhang:

<sup>4</sup> Om marknaden förväntar en depreciering om några år kommer detta givetvis via arbitrage att leda till en viss depreciering redan idag. Med en någorlunda hög diskonteringsränta kommer denna omedelbara depreciering dock att bli tämligen obetydlig och knappast kunna urskiljas bland alla andra faktorer som påverkar dagens vaxelkurs.

<sup>5</sup> Däremot kan valet av den valuta i vilken upplåningen sker få vissa effekter; se avsnittet om upplåningsnormen nedan.

<sup>6</sup> För en diskussion av denna mekanism, se Konjunkturrådets rapport 1993, kap 3. För en diskussion av paritetsvillkoret och möjligheterna att med dess hjälp mata marknadens devalveringsförväntningar, se Svensson [1992].

<sup>7</sup> För en utförlig genomgång av denna mekanism, se exempelvis läroboken av Krugman & Obstfeld [1991, kap 16].

ett ökat budgetunderskott som finansieras genom upplåning leder i en ekonomi med flytande växelkurs till en appreciering, och inte en depreciering, av valutan. Låt oss nu se hur denna slutsats påverkas av om vi antar att budgetunderskottet i stället finansieras genom en ökning av penningmängden.

### Flytande växelkurs: penningmängdsfinansiering

Penningmängdsfinansiering har hittills inte använts under den nuvarande svenska budgetkrisen; praktiskt taget all finansiering har i stället skett genom upplåning. Eftersom finansiering via sedelpressarna emellertid har ett stort principiellt intresse kan det vara på sin plats att ta upp den till behandling. Den tillgår så att staten lånar pengar i riksbanken i stället för på marknaden och använder dessa för att betala sina ökade utgifter.<sup>8</sup> Om riksbanken härvidlag förhåller sig passiv och inte motverkar detta genom olika åtgärder (se nedan) ökar penningmängden. Detta tenderar att driva ner de korta marknadsräntorna.

Mot detta ska ställas den effekt som diskuterades i föregående avsnitt, nämligen att de ökade statsutgifterna *i sig* – genom den stimulanseffekt de får på ekonomin – tenderar att driva upp räntan. Vi får således, till skillnad från fallet med finansiering genom upplåning, här två motverkande effekter på räntan och därmed på växelkursen. Vilken effekt som dominerar är oklart, men i det normala fallet anser man att korträntan går ner.<sup>9</sup> Detta stämmer också överens med erfarenheterna i USA 1982–83. Då beslöt Reagan-administrationen att föra en starkt expansiv finanspolitik vilken ackommoderades av den amerikanska centralbanken genom en kraftig ökning av penningmängden. Resultatet blev att de korta räntorna föll från 13–14 procent 1981 till 8–9 procent 1983.

Låt oss därför antaga att ett ökat budgetunderskott som finansieras med sedelpressarna leder till ett räntefall. Detta leder genom paritetsvillkoret till en depreciering av valutan, och deprecieringen leder i sin tur till att exportindustrins konkurrenskraft förbättras. Vi får här således inte någon effekt via växelkursen, liknande den som diskuterades i föregående avsnitt, så att finanspolitikens expansiva effekt motverkas. I stället får vi en verklig stimulans, vilken så småningom kan leda till tendenser till ökad inflation.<sup>10</sup> Ett ökat budgetunderskott som finansieras via sedelpressarna kan alltså leda till inflation och en depreciering av valutan. De empiriska erfarenheterna är dock blandade. Om vi exempelvis tittar på den verkliga växelkursutvecklingen för USA-dollar i början av 1980-talet finner vi inga tydliga monster; trots den kraftiga räntesänkningen 1982–83 skedde ingen depreciering av dollarn dessa år.

Vi har hittills förutsatt att riksbanksledningen förhåller sig passiv när staten finansierar budgetunderskottet genom upplåning i riksbanken. Om emellertid

<sup>8</sup> Det kan också tillgå så, att staten lånar på marknaden men att riksbanken därefter köper upp de nyemitterade statspapperen genom operationer i öppna marknaden.

<sup>9</sup> Vad som händer med den långa räntan är mer osäkert; den kan antingen gå upp (pga ökade inflationsförväntningar) eller ner (pga "draghjälp" nedåt från den korta räntan). Se vidare diskussionen i Konjunkturrådets rapport 1993, s 69 ff.

<sup>10</sup> I debatten brukar man också betrakta som inflation den rent matematiska ökning av konsumentprisindex som, via priserna på importvaror, blir foljden av deprecieringen. Detta är dock inte helt korrekt, eftersom det snarare är fråga om ett engångsskift av prislådan. Där emot kan naturligtvis ett sådant engångsskift ge upphov till kompensationskrav och mer eller mindre rationella inflationsförväntningar – och på så sätt ge upphov till en verklig inflationsprocess.

riksbankens ledning inte stillatigande accepterar att penningmängden ökar, utan går in och neutraliserar den penningmängdsökning som annars skulle bli följden av att staten lånade i riksbanken, blir resultatet detsamma som för ett budgetunderskott som finansieras genom upplåning. Det finns således bara två huvudfall: finansiering genom upplåning och finansiering genom sedelpressarna (utan att riksbanken går in och neutraliserar). I det första fallet resulterar de ökade statsutgifterna i en ränteuppgång, en appreciering av valutan, en större S-sektor och en mindre K-sektor. I det andra fallet får vi i stället förmodligen ett visst räntefall, en viss depreciering av valutan, en större K-sektor och dessutom tendenser till inflation och till en minskad S-sektor.

Därjämte finns det naturligtvis i praktiken en rad mellanformer, då staten finansierar underskottet genom lån i riksbanken (dvs penningmängdsfinansiering) och då riksbanken går in och motverkar penningmängdsökningen till en del, men inte fullt ut. Resultatet blir då någonstans mitt emellan resultaten för de bägge huvudfallen. Vi kan få såväl en ränteuppgång som ett räntefall, och såväl en appreciering som en depreciering av valutan. Ju mindre stram penningpolitiken är, desto närmare fallet med sedelpressfinansiering kommer vi, och desto troligare är det då att räntan faller, valutan deprecieras och K-sektorn stimuleras. Därav följer att det är inom K-sektorn som de starkaste intressena av en mindre stram (dvs inte fullt neutraliserande) penningpolitik står att finna.

Detta är vad teorin säger. Finner den då något stöd i verkligheten? Förutom det amerikanska exemplet ovan – som egentligen illustrerade en mellanform där inslaget av penningmängdsfinansiering var starkt – har vi erfarenheterna från Tyskland. Efter återföreningen 1990 ökade de statliga budgetunderskotten kraftigt. Den tyska centralbanken valde att inte ackommodera dessa underskott, varför både

korta och långa räntor steg under 1990. Resultatet blev helt enligt läroboken: D-marken apprecierades omedelbart och har därefter legat kvar på en hög kurs.

## Fast växelkurs

I föregående avsnitt diskuterades fallet med en flytande växelkurs. Vi såg där att sambandet mellan budgetunderskottet och växelkursen var tämligen oklart; endast om riksbanken verkligen lät penningmängden öka kunde ett ökat budgetunderskott leda till en depreciering. Med en fast växelkurs blir analysen helt annorlunda, men resultatet blir ändå snarlikt: det finns inga tydliga samband mellan budgetunderskott och devalveringsförväntningar.

Även här kan staten finansiera underskottet antingen genom penningmängdsfinansiering, genom inhemsk upplåning eller genom utländsk upplåning, och precis som i fallet med flytande växelkurs kan man visa att det inte är någon meningsfull skillnad mellan inhemsk och utländsk upplåning.

Vidare är upplåning (inhemsk eller utländsk) till sina effekter identisk med penningmängdsfinansiering. Låt oss först visa att detta gäller i fallet med utländsk upplåning. Penningmängdsfinansiering innebär, precis som i fallet med flytande växelkurs, att staten genom Riksgäldskontoret lånar pengar i Sveriges Riksbank varvid penningmängden ökar – ceteris paribus. Upplåning innebär att svenska staten i stället emitterar ett obligationslån (exempelvis denominerat i kronor) i t ex Tyskland. De tyskar som vill köpa dessa obligationer växlar då, under ett system med fast växelkurs, in sina D-mark mot kronor i Sveriges Riksbank och lämnar kronorna till Riksgäldskontoret i utbyte mot obligationerna. Staten använder så dessa kronor till att betala sina utgifter på samma sätt som i fallet med penningmängdsfinansiering ovan. Resultatet av detta blir att penningmängden och Riksgäldskonto-

rets balansräkning ser likadana ut oavsett om staten finansierar budgetunderskottet med sedelpressarna eller med utländsk upplåning.

Från läroböckerna vet vi att penningpolitiken blir verkningslös vid fasta växelkursen. Då gäller det också att penningmängdsfinansiering i princip blir omöjlig; penningmängden måste vara exakt så stor som krävs för att vidmakthålla den ränta som är nödvändig för att försvara den fasta växelkursen. Eftersom utlandsupplåning enligt föregående stycke är ekvivalent med penningmängdsfinansiering innebär detta att inte heller utlandsupplåning får några effekter på penningmängden. I en liten öppen ekonomi med perfekt kapitalrörlighet, där all upplåning är att betrakta som utlandsupplåning, kommer således ett budgetunderskott varken att påverka prisnivån, växelkursen eller räntan.

Mekanismen för detta är enkel. Med perfekt kapitalrörlighet och en fullständigt trovärdig växelkurs är den inhemska räntan lika med utlandsräntan. Om regeringen då skulle försöka öka penningmängden leder detta inte till någon inflation, eftersom den fasta växelkursen innebär att inflationstakten åtminstone på sikt måste vara densamma som i omvärlden.<sup>11</sup> Vi får således ingen ränteuppgång på grund av ökade inflationsförväntningar. En ökad penningmängd, dvs ett ökat utbud av likviditet i ekonomin, skulle i frånvaron av inflation kunna leda till en lägre ränta. Men eftersom ränteparitetsvillkoret<sup>12</sup> säger att landets ränta måste vara lika med räntan i omvärlden kommer en sådan tendens till räntesänkning att leda till ett valutautflöde, dvs till en minskning av penningmängden. Detta fortsätter tills den ursprungliga penningmängdsökningen är helt neutraliserad.

Det är därför omöjligt för regeringen att påverka penningmängden, vare sig med hjälp av sedelpressarna eller genom inhemska eller utländska upplåning. På grund av den fasta växelkursen är pen-

ningmängden helt efterfrågebestämd, och varken regeringen eller riksbanken kan påverka den från utbudssidan.

Betyder detta då att vi inte behöver oroa oss för budgetunderskottet vid fast växelkurs? Enligt detta resonemang skulle ju inte ens mycket stora, strukturella budgetunderskott påverka prisnivån, och därmed skulle de ju inte heller sätta någon press på vare sig växelkursen eller räntan. Nej, så enkelt är det inte. För det första medför själva de offentliga *utgifterna* en stimulans av ekonomin, med åtföljande inflationstendenser, även om inte utgifternas *finansiering* (dvs budgetunderskottet) gör det. Detta problem hade dock knappast någon betydelse vad gäller det stora svenska budgetunderskottet under den extrema lågkonjunkturen 1992, då inflationstendenserna i alla händelser var negligerbara. Till detta kommer emellertid att även finansieringen ibland kan få viktiga effekter. Vi ska nu diskutera vad dessa består i.

### Hur uppstår en valutakris?

När vi ovan konstaterade att penningmängdsfinansiering är ekvivalent med upplåning var detta en sanning med modifiering. Om staten finansierar budgetunderskottet genom att trycka sedlar kommer den privata sektorn, så snart en tendens till räntesänkning kan skönjas, att växla in svenska kronor i riksbanken för att kunna dra nytta av den något högre utländska räntan; det är denna mekanism som leder till att den svenska penningmängden inte kan öka. Genom denna

<sup>11</sup> Däremot kan det ju på kort sikt, och om den fasta växelkursen inte är trovärdig, uppstå inflation om finanspolitiken är alltför expansiv. Själva sattet att finansiera de ökade statsutgifterna påverkar dock inte inflationstakten.

<sup>12</sup> Eftersom växelkursen är fast och trovärdig kommer den förväntade växelkursförändringen att vara noll; räntan blir därför identiskt lika med utlandsräntan.

Figur 1 Riksbankens balansräkning  
– en principskiss.

Tillgångar	Skulder
<i>D</i>	<i>M</i>
<i>e · R</i>	
<i>D</i> = svenska statspapper	
<i>R</i> = valutareserv (uttryckt i utländsk valuta)	
<i>e</i> = växelkurs (kronor per enhet utländsk valuta)	
<i>M</i> = penningmängd (monetär bas)	

växling kommer dock riksbankens valutareserv att minska. Penningmängden förblir konstant, men för varje kronas budgetunderskott som staten finansierar via sedelpressarna kommer valutareserven att minska i motsvarande grad. Till slut når man då den punkt där valutareserven riskerar att helt tömmas. Då skulle i princip förtroendet för den fasta växelkursen kunna rubbas – och vi riskerar att råka ut för en valutakris.

Detta är dock inte självklart. Valutareserven är egentligen bara en transaktionskassa, och om den börjar ta slut kan riksbanken fylla på den genom att ta upp lån i utländsk valuta, så som skedde i Sverige i hostas. Valutareserven är därför i princip outtömlig; dess enda begränsning utgörs av de lån som riksbanken kan ta för att fylla på den. Låt oss illustrera saken med en enkel figur, som visar det principiella utseendet på riksbankens balansräkning. (Figur 1)

Penningmängdsfinansiering av ökade statsutgifter innebär att staten lånar i riksbanken, dvs *D* och *M* ökar. Eftersom räntan dock är given av kravet på att hålla den fasta växelkursen kommer dock hela penningmängdsökningen att flyta tillbaka till riksbanken, samtidigt som *R* minskar i motsvarande grad. Resultatet blir att *M* är oförändrad medan *D* har ökat och *R* har minskat i motsvarande grad (om valutareserven tömts, så att riksbanken blivit

tvungen att fylla på den genom upplåning, har *R* to m blivit negativ). Riksbankens ställning har således inte förändrats av detta; däremot har statens skuld ökat med ökningen i *D*.

Vid lånefinansiering blir det exakt samma resultat. Om staten lånar av svenskar är det uppenbart att varken *M*, *D* eller *R* i riksbankens balansräkning påverkas; om staten däremot lånar av utlänningar blir i slutändan *M* oförändrat medan *R* minskar och *D* ökar i motsvarande grad.

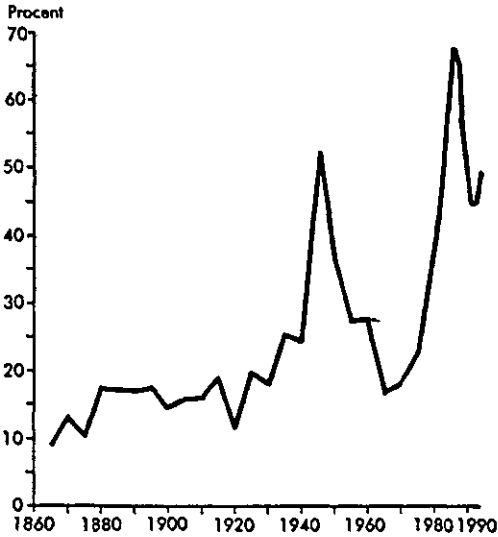
Devalveringsförväntningarna, och därmed valutakrisen, skulle då uppkomma genom att statens skuldbörda till slut blir oroväckande stor, dvs *D* i Figur 1 växer alltför mycket.<sup>13</sup> I ett sådant läge kan det vara frestande för regeringen att i ett slag göra sig av med skuldbördan genom en kraftig (engångs-)inflation. I extremfallet kan man till och med hamna i en "skuldfälla", där de ökande räntorna på statskulden kommer att dominera budgetunderskottet och ge upphov till en ond spiral med ett ständigt växande underskott<sup>14</sup>, men även i mer normala fall kan räntebördan te sig alltför svår att finansiera skattevägen. Det innebar att man kan börja överväga penningmängdsfinansiering igen, vilket ju betyder att man måste frånga den fasta växelkursen. Därför kan en stor och växande skuldbörda i sig leda till att förtroendet för växelkurspolitiken brister och en valutakris utlöses.

Ger nu detta scenario en realistisk bild av händelserna under september och november 1992? Det är svårt att säga; en stor del av skulden för spekulatören mot den svenska kronan får nog läggas på den

<sup>13</sup> Detta är bara ett problem för statsverkets resultaträkning. För riksbankens resultaträkning spelar det ingen roll att *D* växer, eftersom bankens ranteintäkter från dessa statspapper balanseras av minskade ranteintäkter från de utlandsdenominerade tillgångarna, *R*.

<sup>14</sup> Se t ex Sargent & Wallace [1981].

Figur 2 Den svenska statsskulden  
1865–1992. Procent av BNP.



Källa: Riksgäldskontoret.

allmänna valutaoro som drabbade Europa efter Maastricht-mötet. Samtidigt måste man kunna förklara varför spekulationerna vände sig mot vissa valutor på ett tidigt stadium och inte mot andra; de valutor som först blev föremål för attacker måste ju ha uppfattats som "svagare" än de andra, och till denna grupp hörde otvivelaktigt den svenska kronan.

Det finns tre anledningar till att den svenska kronan uppfattades som "svag". För det första har vi vår devalveringshistoria kombinerad med den under 1992 snabbt stigande arbetslösheten. Marknadens erfarenhet sedan 1976 har otvivelaktigt varit den, att Sverige har devalverat så snart arbetslösheten visat tecken på att bli hög. För det andra har vi budgetunderskottet. De teoretiska sambanden mellan budgetunderskott och växelkurs är visserligen diskutabla, men marknaden kan – oavsett all ekonomisk teori – ha uppfattat underskottet som ett tecken på att regeringen inte hade situationen helt under kontroll i största allmänhet. Darifrån är steget inte långt till oro på marknaden, med åtföljande devalveringsförvänt-

ningar och räntestegringar.

För det tredje har vi det argument som diskuterats i detta avsnitt: frestelsen för regeringen att i ett slag inflatera bort en stor del av statsskulden. Detta är det enda samband mellan budgetunderskott och devalveringsförväntningar som bygger på ekonomisk teori. Är det då realistiskt? Statsskulden är stadd i snabb tillväxt och uppgick i slutet av 1992 till 47 procent av BNP<sup>15</sup>, vilket är nästan lika mycket som 1981, då siffran var 51 procent (se Figur 2).

Det första av de tre skäl som nämndes ovan till varför kronan betraktades som "svag" i höstas var, att marknaderna mycket väl kan ha dragit den slutsatsen av historien, att Sverige devalverar när arbetslösheten är hög. I ett statsskuldsperspektiv skulle man kunna resonera på motsvarande sätt: marknaden kan mycket väl ha lärt sig av historien att Sverige devalverar för att inflatera bort statsskulden så snart denna börjar närma sig 50 procent av BNP. Om man dessutom tänker på att den andel av statsskulden som är denominerad i svenska kronor var högre i slutet av 1992 (44 procent av BNP mot 40 procent av BNP 1981), och på att det bara är kronskulden som kan inflateras bort på detta sätt, ter sig perspektivet ännu mer övertygande.

### Flytande växelkurs: frestelsen kvarstår

Ovanstående resonemang är lika tillämpligt vid flytande växelkurs som vid fast. Det blir naturligtvis då inte fråga om en engångsåtgärd som en devalvering, utan snarare om en kontinuerlig process; genom att under en längre tid föra en expan-

<sup>15</sup> I denna siffra ingår inte de kortfristiga lån i utländsk valuta som Riksgäldskontoret på uppdrag av riksbanken tog upp i september 1992 i syfte att fylla på valutareserven; skulle dessa medräknas blir statsskulden 55 procent av BNP.

siv penningpolitik så att kronan depreciaras och inflationen skjuter fart kan man relativt enkelt inflatera ner statsskulden. Detta har också varit det argument som framförts från riksbankskretsar när man har varnat för budgetunderskottets utveckling.<sup>16</sup> Det är således inte dagens svenska budgetunderskott i sig som leder till inflation och depreciering, utan förväntningar om regeringens försök att göra snabba klipp när det gäller att bli av med den skuldbörda som underskotten successivt bygger upp.

Är detta då ett realistiskt synsätt? Jag tycker nog personligen att det, ehuru teoretiskt helt korrekt, ter sig en smula spekulativt – men det kan kanske ändå ha god fog för sig. Man bör dock observera att hela synsättet bygger på två fundamentala antaganden. För det första bygger det på att regeringen fäster större avseende vid statsskuldens kostnader än vid penningvärdet. Detta tål att diskuteras; för en i den politiska debattens realiteter obevandrad akademiker tycks i alla fall en hög inflation vara nog så chikanerande för regeringen som en hög statsskuld.

För det andra bygger synsättet på att regeringen verkligen kan tvinga riksbanken (som ju inte har någon anledning att bekymra sig för statens lånekostnader – det är regeringens och Riksgäldskontorets problem) att föra en expansiv penningpolitik. Detta för ju upp hela frågan om riksbankens självständighet på dagordningen. Om vi hade en helt självständig riksbank, vilken enligt lag hade som enda uppgift att slå vakt om penningvärdet och vars ledning skulle ställas till ansvar om denna uppgift inte fullföljdes, skulle regeringen inte kunna inflatera bort statsskulden. Möjligen skulle det faktum, att riksbankens ledning så ofta varnar för det växande budgetunderskottet kunna tolkas som att självständigheten gentemot regeringen ännu inte är fullständig.

Till detta kommer också att det inte bara är regeringen som skulle kunna ha intresse av en mer expansiv penningpoli-

tik. Som påpekats ovan skulle ägare till och anställda i företagen inom K-sektorn tjäna på en sådan politik, eller snarare på den depreciering av kronan som den leder till. Dessutom har finanskrisens offer i Sverige idag (läs: kreditinstitutet) intresse av en högre inflation. Sammantagna utgör dessa grupper en kraftfull maktkoalition, även för den mest självständiga riksbank. Kanske är det därför som det idag ter sig så svårt att få ner inflationsförväntningarna och därmed de långa räntorna.

### Valutalånenormen

Vi har ovan några gånger berört frågan om huruvida det spelar någon roll i vilken valuta staten lånar. Det kan därför vara lämpligt att avsluta denna artikel med några ord om den sk valutalånenormen, som mellan 1989 och 1992 stipulerade att staten inte fick nettolåna i utländsk valuta. Effekterna av denna bestämmelse är komplicerade och omdiskuterade och jag nöjer mig här med att ytterst kortfattat behandla de aspekter som är av direkt relevans för de ovan diskuterade frågorna.

Om den syn på budgetunderskottsfinansieringen som jag redogjort för ovan är realistisk, vilket jag tror att den i huvudsak är,<sup>17</sup> leder den till en bestämd slutsats. Allt annat lika skulle, om en större andel av den svenska statsskulden varit denominerad i utländsk valuta, möjligheterna för regeringen att inflatera bort

<sup>16</sup> Se tex Andersson [1992].

<sup>17</sup> Den förutsätter dock en rad förhållanden som vi vet inte är helt uppfyllda i verkligheten, såsom att Sveriges kapitalmarknad är perfekt integrerad med omvärldens, att alla varor går i internationell handel, att svenska obligationer är perfekta substitut till andra länders obligationer m.m. Effekterna av dessa komplikationer verkar dock i olika riktningar, och det finns ingen anledning att tro att den sammanlagda effekten av dem skulle bli kraftigt skild från noll.

statsskulden vara mindre. Förtroendet för vår fasta växelkurspolitik under den gångna hösten skulle då ha varit i motsvarande grad större (huruvida detta hade räckt för att motstå de spekulativa attackerna är dock högst osäkert). Vad gäller läget idag skulle inflationsförväntningarna, och därmed de långa nominalräntorna, förmodligen ha varit lägre.<sup>18</sup>

Observera att detta även gäller för indexlån, som i detta speciella avseende liknar lån i utländsk valuta. Om en del av den svenska statsskulden varit indexerad, skulle incitamenten för regeringen att inflatera bort den vara i motsvarande grad mindre.

Här finns emellertid en komplikation. Valutalånenormen – liksom frånvaron av indexlån – har otvivelaktigt drivit upp den svenska räntan, men detta kan ha tjänat som en disciplinerande faktor som gjort finanspolitiken mindre expansiv än den eljest skulle ha varit. Det är svårt att avgöra betydelsen av denna disciplinerande faktor – men det är utan tvekan så, att om vi inte hade råkat ut för den stora räntechocken i september, så skulle inte heller regeringens och socialdemokraternas två krispaket ha kommit till stånd. En strukturellt önskvärd åtstramning skulle därför ha skjutits ytterligare på framtiden.

Frågan är då vilken typ av penningpolitiska institutioner som verkar mest disciplinerande på finanspolitiken. Denna fråga innefattar inte bara valutalånenormens vara eller inte vara, utan även frågan om riksbankens självständighet, den europeiska valutaunionen contra EMS med flera stora problemkomplex som skulle kräva varsin egen artikel – eller varsin egen bok – för att få en tillfredsställande behandling.

## Slutsatser

I denna artikel har jag försökt reda ut via vilka mekanismer ett ökat statligt budgetunderskott kan påverka växelkursen och/eller devalveringsförväntningarna. Slut-

satsen är att mekanismerna ter sig tämligen subtila. Det finns inget klart ekonomisk-teoretiskt stöd för uppfattningen att det stora budgetunderskottet skulle vara en viktig faktor bakom valutakriserna i höstas. Därmed är inte sagt att underskottet är betydelselöst. Vad jag har sagt är att budgetunderskottet förmodligen inte har så stor betydelse för växelkursen; däremot har det naturligtvis en stor betydelse för resursallokeringen i samhället.

För det första innebär underskottet en överföring av resurser från framtida generationer till den nuvarande. Detta är dock närmast en etisk eller ideologisk fråga där vi ekonomer inte har så mycket att säga. För det andra innebär det en ökning av skattekilarna, idag och/eller i framtiden. Men då är det inte underskottet i sig som är det mest allvarliga, utan storleken på de offentliga utgifterna. Att då stirra sig blind på underskottet som sådant, och försöka täcka det genom skattehöjningar i stället för genom utgiftsminskningar, ter sig därför inte som någon framkomlig väg.

## Referenser

- Andersson, K, [1992], "Budgetutvecklingen i ett medelsiktigt perspektiv". I *Penningpolitik under rörlig vaxelkurs*, Sveriges Riksbank, december 1992.
- Krugman, P R & Obstfeld M, [1991], *International Economics – Theory and Policy*, 2:a upplagan, HarperCollins Publishers, New York.
- Levich, R M, [1985], "Empirical Studies of Exchange Rates: Price Behavior, Rate Determination and Market Efficiency". I Jones, R W & Kenen, P B, (red): *Handbook of International Economics, Vol 2*, North-Holland, Amsterdam.
- Myhrman, J, [1980], "Penningpolitik och ut-

<sup>18</sup> Därmed är inte sagt att de långa realräntorna skulle ha varit lägre. Dessa beror förmodligen på internationella, realekonomiska faktorer såsom utbud och efterfrågan på sparande i världen m m.

ländsk upplåning i början av 1980-talet", *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalskrift* nr 1-2.

Sargent, T J & Wallace, N, [1981], "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*.

Svensson, L E O, [1992], "Växelkurspolitikens trovardighet: Att mata devalveringsförväntningar", *Ekonomisk Debatt*, årg 20, nr 2, s 101-114.