

tjenester hver for seg beskattes hårdt. Unndragelsespresset til uregistrert (svart eller grått) arbeid er også betydelig. Det er lagt vekt på at vårt politiske og administrative system kanskje var tilpasset en offentlig sektor som kunne nå opp i 1/4 av nasjonalproduktet. Der blir det overbelastet når det nå skal administreres beløp som svarer til over halvparten av nasjonalproduktet.

En konklusjon fra sesjonen må kunne sies å være at det er mye å rette opp av uheldig praksis innenfor offentlig sektor. De fleste var enige om at det er vanskelig å se for seg en utvikling fremover med vekst og full sysselsetting uten at en i de fleste land både begrenser veksten i offentlig sektor og bringer ned andelen i forhold til nasjonalproduktet. På den annen side var det ingen som uttrykte noen tro på at en alene ved å rette opp skjevheter i den offentlige sektor kan løse de problemer som industrilandene står ovenfor og derved oppnå raskere økonomisk vekst, prisstabilitet og full sysselsetting.

## Penningpolitiska konsekvenser av utvecklingen på finansiella marknader

Sixten Korkman

Finlands Bank

Det följande utgör inte en sammanfattning av den vidlyftiga diskussionen i specialsessionen om pengar, kredit och valuta. I stället är syftet att ställa i fokus ett tema som berördes i samtliga inledande inlägg: marknadskrafternas ökade roll på penning- och kreditmarknaderna och konsekvenserna av denna utveckling för den penningpolitiska styrningen och dess utformning.

De tekniska förändringarna på finansieringsmarknaderna - nya finansiella instrument och institutioner - analyserades av Trond Reinartsen. Det väsentliga med den nya teknologin inom betalnings- och kreditförmedlingen är, att den minskar transaktions- och informationskostnader av olika slag och därför leder till en breddning eller integrering av finansiella marknader. Detta ökar de finansiella marknadernas mikroekonomiska effektivitet men förorsakar samtidigt vissa styrningsproblem i penningpolitiken.

1. För det första leder de ständiga finansiella innovationerna till förändringar i penningefterfrågan och dess ränte-elasticitet som gör det svårt att definiera och mäta monetära aggregat, och att använda penningmängden eller kreditexpansio-

nen som intermediära mål i penningpolitiken. Osäkerheten om hur de penningpolitiska instrumenten påverkar finansiella aggregat och instabiliteten i relationen mellan monetära aggregat och slutliga målvariabler (hur man än definierar de monetära aggregaten) innebär att penningpolitikens strategi av nödvändighet måste vara pragmatisk eller diskretionär.

2. En andra konsekvens av integrationen på finansiella marknader är, att selektiva och reglerande medel i allt mindre utsträckning är användbara inom penning- och kreditpolitiken. Små transaktions- och informationskostnader innebär nödvändigtvis att kreditransonering får allt mindre betydelse relativt räntemekanismen, och att huvudvikten därför måste läggas vid generella och marknadskonforma medel. (Det kan i detta sammanhang observeras att Claus Vastrups analys utmynnade i slutsatsen att marknadskonforma medel i de flesta fall förmodligen är mer effektiva och ändamålsenliga också under premissen att kvantitativa regleringar vore möjliga).

3. En tredje konsekvens av finansiell integration följer av dess internationella dimension: möjligheterna till en självständig och från omvärlden avvikande penningpolitik minskar. Från en global synpunkt behandlades detta problem – konsekvenserna av den internationella integrationen av kapitalmarknaderna för räntebildningen och växelkurserna – av Bjarni Jónsson.

Från synpunkten av små öppna ekonomier som de nordiska är bindningen till omvärlden och den minskade penningpolitiska autonomi en central fråga som aktualiserar ett svårt dilemma: Om den internationella ekonomiska utvecklingen är svag, och räntorna i omvärlden excessivt höga, vad skall man då göra? Att i internationella fora, som OECD eller IMF, plädera för att stormakterna måtte ändra sin ekonomiska politik i syfte att ge oss alla lägra räntor batar som bekant föga.

En möjlighet är att understryka valutaregleringens betydelse som garant för en åtminstone partiell och kortfristig penningpolitisk autonomi. Ett allmänt intryck av diskussionen av denna fråga i sessionen var emellertid, att möjligheterna till en effektiv valutareglering bedöms vara små i praktiken även om det penningpolitiska motivet för valutaregleringen i princip accepteras. Men det hela är naturligtvis en gradfråga. I Finland har t.ex. den korta räntan under det senaste året konstant varit ungefär dubbelt högre än i omvärlden (16-18% medan nivån för de med korgvikter vägda utländska räntorna varit ca. 8%). Ända har det inte funnits några devalveringsförväntningar om marken. Följden har naturligtvis varit en ansenlig ökning av valutaserverna men samtidigt har penningpolitiken uppnått sitt primära syfte: att dämpa den kraftiga konjunkturuppgången. Åtminstone för Finlands del är m.a.o. ryktet om den penningpolitiska autonomins död något

överdrivet eller förhastat; den internationella kopplingen begränsar men har inte eliminerat den penningpolitiska rörelsefriheten. (Det är möjligt att här föreligger en asymmetri i den bemärkelsen att penningpolitiken kan vara betydligt stramare men inte nämnvärt lättare än i omvärlden?)

En annan möjlighet är att ge avkall på de fasta växelkurserna varvid ökad växelkursosäkerhet kan minska substituerbarheten mellan finansiella tillgångar denominerade i olika valutor. De nordiska devalveringarna 1976-82 behandlades i sessionens sista inlägg (Korkman). Slutsatsen var att devalveringarna i flere hänseenden verkar ha varit effektiva och bidragit till anpassningsprocessen, men att devalveringsvägen inte desto mindre måste anses vara slutvandrad. Också här kommer integrationen av finansiella marknader in: upprepade devalveringar förorsakar devalveringsförväntningar som byggs in i de inhemska räntorna som drivs upp (p.g.a. diskonterade framtida devalveringar). Systematisk manipulering av växelkursen i syfte att uppnå makroekonomiska målsättningar kan svårligen förenas med oreglerade, effektiva och förväntningsstyrda finansiella marknader.

Mer generellt kan man säga att ett centralt tema i sessionens diskussioner var de spänningar som skapas av interdependensen mellan allt mer perfekta finansieringsmarknader och alltmer föga marknadsmässiga och tröga varu- och framför allt arbetsmarknader. På det globala planet har den internationella finansiella integrationen därtill hamnat i konflikt med ekonomisk politik utformad utgående från nationella synpunkter. Resultatet har varit växelkurser som på kort sikt helt saknar samband med köpkraftspariteter och realekonomiska hänsyn och som i kombination med höga realräntor och ökad protektionism hotar inte bara det finansiella systemet självt utan också den fria världshandeln. Förutsättningarna för effektiv ekonomisk politik har minskat och samtidigt har den positiva inställningen till ekonomisk styrning fått vika för en renässans för tron att marknadsmekanismen bäst kan lösa de anpassningsproblem som världsekonomin störningar medfört (jfr. Aukrusts föredrag).

I belysning av de penningpolitiska problem som dryftades i sessionen återstår det kanske bara att hoppas, att de makroekonomiska balansproblemen med större framgång måtte ha lösts av deltagarna i de två övriga sessionerna - genom reformer av arbetsmarknaden och genom reformer av den offentliga sektorn och finanspolitiken.