

Johnny Åkerholm - Sixten Korkman
Centralbankspolitiska avdelningen
12.11.1990

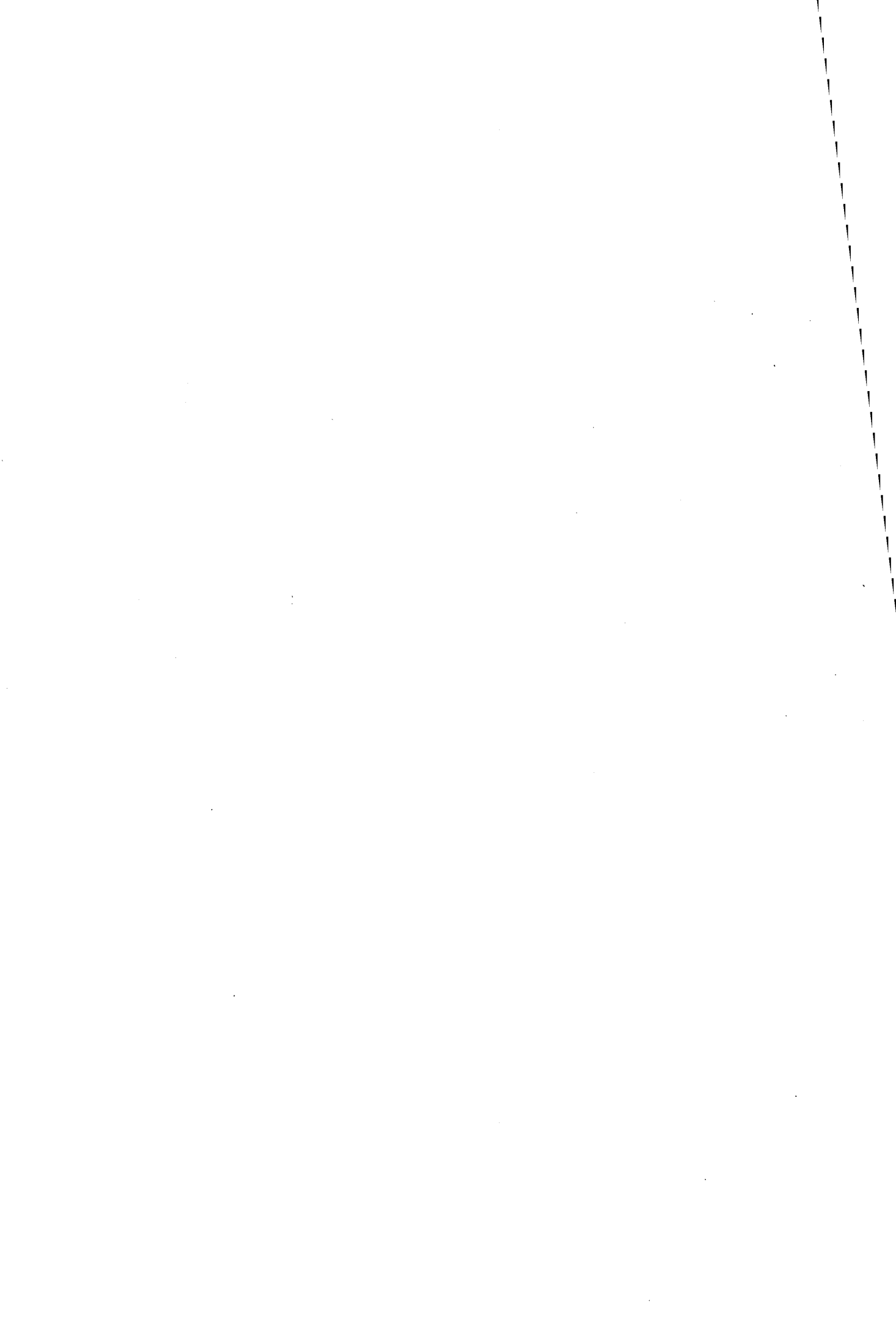
23/90

SVERIGES VÄXELKURSPOLITIK I INTERNATIONELL BELYSNING

Suomen Pankin monistuskeskus
Helsinki 1990
ISBN 951-686-265-9
ISSN 0785-3572

SAMMANFATTNING

I artikeln analyseras Sveriges ekonomiska utveckling och balansproblem i jämförelse med en del andra länder, vilka valt en annorlunda växelkursregim eller växelkurspolitik. Det konstateras, att devalveringspolitiken inte underlättat skötseln av balansproblemen och att det nu finns tydliga tecken på att de underliggande strukturella problemen skylts över. Framför allt finns ett stort behov av att skapa förtroende för en låginflationspolitik. Detta kräver i främsta hand kraftfulla ekonomisk-politiska åtgärder. Det kan dock hända att förtroendet kan återvinnas lättare, ifall ändringen av inriktningen i den ekonomiska politiken manifesteras genom en förändring i valutakursregimen. En styrning av valutakursen inom mycket snäva ramar kan dock skapa problem i framtiden. Den ekonomiska strukturen skiljer sig till väsentliga delar från strukturen i de flesta länder på kontinenten. Detta kan medföra att dessa ekonomier också i framtiden utsätts för annorlunda ekonomiska störningar än Sverige (och Finland).



INNEHÅLLSFÖRTECKNING

| | Sid | |
|---|---|----|
| 1 | INLEDNING | 7 |
| 2 | EKONOMIN OCH VÄXELKURSEN: SMÅLANDS- ERFARENHETER PÅ 1980-TALET | 9 |
| | 2.1 Konkurrenskraft och industriproduktion | 10 |
| | 2.2 De makroekonomiska balansproblemen | 12 |
| 3 | VALET AV VÄXELKURSPOLITISK REGIM FRAMÖVER | 14 |
| | 3.1 Arvet från 1980-talet | 14 |
| | 3.2 1990-talets krav | 15 |
| | 3.3 Den svenska diskussionen om framtiden | 16 |
| | 3.4 Stora krav ställs på referensgruppens politik | 17 |
| | 3.5 Vad vore en naturlig anknytning för Sverige? | 19 |
| | 3.6 Hur är EG förberett på störningar? | 21 |
| | 3.7 Kan man samtidigt skapa förtroende och bevara den ekonomisk-politiska flexi- biliteten? | 21 |
| 4 | KONKLUSIONER | 26 |

DIAGRAM 1-11

TABELL 1

SVERIGES VÄXELKURSPOLITIK I INTERNATIONELL BELYSNING

1 INLEDNING

Den svenska devalveringen år 1982 var en dramatisk händelse som, då det begav sig, föranledde mycken diskussion och kritik. Utländska bedömare såg den stundom som det slutliga beviset på välfärdsstatens sammanbrott (ex. Financial Times 4.11.1982). För regeringen var devalveringen ett centralt element i den s.k. tredje vägens politik. Den skulle ge fart åt Sverige och göra det möjligt att växa ur krisen och rätta till de finansiella obalanserna genom ökat arbete och sparande. Den diskussion som initierades av devalveringen har nu fortgått i snart ett decennium och har alltmer kommit att gälla den mer generella frågan om vilken roll valet av växelkurspolitisk regim spelar för möjligheterna att hantera de stabiliseringspolitiska balansproblemen.

Effekterna av ekonomisk-politiska åtgärder är vanskliga att bedöma. Vi kan aldrig veta vad som hade hänt om devalveringen inte hade genomförts. Sammanhangen är alltför komplexa och alltför mycket sker samtidigt för att man med säkerhet skall kunna isolera effekterna av enskilda åtgärder. Liknande svårigheter föreligger vid internationella jämförelser; skillnaderna kan ges många plausibla förklaringar. Vid en tillbakablick på devalveringen 1982 kan det inte desto mindre vara av intresse att jämföra utvecklingen i Sverige med utvecklingen i några andra länder som valde en annan politik. De internationella impulserna har trots allt varit rätt likartade för flertalet industriländer, och likheterna i ekonomiernas funktionssätt är också påfallande. Skillnaderna i utvecklingen och balansproblemen kan därför vara

indikativa för effekterna av den politik som förts i de olika länderna.

Från denna utgångspunkt har vi i det följande valt att kort betrakta utvecklingen i fyra olika länder, som samtliga är små och i hög grad beroende av utrikeshandel, men som var och en valt att anamma olika växelkursregimer och följa en något annorlunda växelkurspolitik under det gångna decenniet:

- Sverige, fast korgkurs efter devalveringen 1982
- Finland, fast korgkurs men med viss flexibilitet (bredare band och en viss förflyttning av bandet och revalvering av marken)
- Danmark, EMS-medlemskap
- Australien, rörlig växelkurs.

Vi analyserar utvecklingen under 1980-talet i de olika länderna med tillhjälp av några centrala makroekonomiska storheter. Efter detta riktar vi blickarna framåt för att dels se hur arvet från 1980-talet påverkar möjligheterna framöver och dels identifiera andra faktorer som påverkar valet av växelkursregim och utformandet av valutakurspolitiken under 1990-talet.

2 EKONOMIN OCH VÄXELKURSEN: SMÅLANDSERFARENHETER PÅ 1980-TALET

Växelkursen har under det senaste decenniet utvecklats mycket olika i de länder som vi här intresserar oss för. Efter devalveringarna 1981-82 på sammanlagt ca. 20 % har den svenska kronan varit rätt stabil, mätt som effektiv växelkurs (med OECD's vikter för konkurrenskraft) (diagram 1). De variationer i effektiv växelkurs som förekommit beror dels på bandet, som tillåter små variationer kring riktvärdet för kronkursen, men främst på skillnaden mellan vikterna i OECD's konkurrenskraftsindex och korgvikterna (speciellt dollarns "dubbla" vikt i korgen). Också den finska marken har varit rätt stabil och är nu lika stark som före devalveringen med 10 % år 1982, vilket beror dels på det breda bandet ($\pm 3\%$) och dels på en revalvering våren 1989 (4 %). Den effektiva kursen för den danska kronan har sedan 1982 snarast påverkats av dollarn (\$/DMK-kursen). Kursfluktuationerna har varit störst i Australien, som 1983 övergick till ett system med flytande växelkurs.

För en liten och öppen ekonomi är den prismässiga konkurrenskraften ofrånkomligen en av den ekonomiska utvecklingens centrala bestämningsfaktorer. Konkurrenskraften bestäms i sin tur av samspelet mellan lönenivå, produktivitet och växelkursen. Det är därför tänkbart, att växelkursbesluten är av stor betydelse för den makroekonomiska utvecklingen. Då vi i det följande granskar utvecklingen på 1980-talet i de fyra länderna, har vi framför allt följande frågeställningar i tankarna:

1. Finns det något samband mellan växelkurspolitiken och industrins tillväxt? Det primära syftet med de nordiska devalveringar har ju varit att förbättra industrins konkurrenskraft samt därigenom öka produktion och investeringar.

2. Kan växelkursen användas för att lindra konflikten mellan yttre och inre jämvikt, speciellt mellan bytesbalans och arbetslöshet? Den tredje vägen skulle uttryckligen vara en väg till finansiell jämvikt utan ökad arbetslöshet.
3. Är det riktigt, att en devalvering eller en "mjuk" växelkurspolitik ofrånkomligen medför en försämrad inflationsutveckling? Huvudargumentet mot devalveringspolitiken är, att den ökar inflationstakten såväl genom sina direkta kostnadseffekter som genom att undergräva disciplinen på arbetsmarknaden (lönebildningen) och i företagen (prissättningen). Många anser dessutom att också den finanspolitiska disciplinen försvagas.
4. Finns det fog för synen att växelkursförändringar och -osäkerhet föranleder ett högre riskpremium i räntorna? Det hävdas ofta att en stark bindning av växelkursen (t.ex. EMS-medlemskap) är den enda möjligheten för länder som Sverige och Finland att komma ner till de räntenivåer som råder i omvärlden.

2.1 Konkurrenskraft och industriproduktion

Såsom ovan redan påpekats, är det primära syftet med en devalvering att initiera en industriell expansionsprocess. På basen av diagram 1 kunde man därför kanske tänka sig, att industrin skulle ha utvecklats gynnsammare i Australien och Sverige än i Danmark och Finland (i nämnda ordning). Så är emellertid inte fallet; industriproduktionen har tvärtom ökat betydligt mer i Finland och Danmark än i Australien och Sverige (jfr. diagram 2-5).

Utvecklingen i Danmark speglar antagligen konsekvenserna av ett dubbelriktat samband mellan konkurrenskraft och industriproduktion¹; stark konkurrenskraft i början av 80-talet initierade snabb tillväxt inom industrin, men denna expansion ökade löneinflationen, vars effekter förstärktes av en effektiv appreciering av kronan. Härav försvagades konkurrenskraften med lägre tillväxt som påföljd. Den nominellt stabila kronan har stabiliserat varken konkurrenskraft eller industriproduktion.²

Utvecklingen i Australien och Finland måste ses mot bakgrund av vad som skett med bytesförhållandet (diagram 6D). Dess markanta försvagning i Australien 1984-87 förklarar förmodligen den svaga industriproduktionen, medan den gynnsamma terms of trade-utvecklingen förklarar den positiva utvecklingen i Finland (diagram 6B).

Utvecklingen i Sverige ter sig något förbryllande. Stordevalveringen ledde i och för sig till en dramatisk och rätt långvarig förbättring av konkurrenskraften. Men industrins produktionsutveckling framstår inte desto mindre som tämligen medioker under perioden 1983-85 och som påfallande svag därefter. Devalveringen och konkurrenskraftsförbättringen synes inte ha stimulerat industriproduktionen på det sätt eller i den utsträckning som man hade kunnat vänta sig.

¹ Jfr. Korkman S. Växelkursens roll i de nordiska ländernas anpassningspolitik, Nationaløkonomisk Tidsskrift, bind 122 (1984) nr 3.

² Förändringarna i den reala växelkursen har varit överraskande stora också i vissa andra EMS-länder, jfr. Paul de Grauwe och Wim Vanhaverbeke, "Exchange Rate Experiences of Small EMS-Countries. Belgium, Denmark and the Netherlands" i Choosing an Exchange Rate Regime, The Challenge for Smaller Industrial Countries, ed. Victor Argy and Paul de Grauwe, IMF 1990.

2.2 De makroekonomiska balansproblemen

En presumtiv fördel med aktiv växelkurspolitik eller rörliga växelkurser är, att möjligheten att kombinera låg arbetslöshet med en rimlig bytesbalansutveckling kunde förbättras (jfr ovan). Samtidigt finns det en risk för att inflations- och ränteutvecklingen blir mer oförmånlig. Verkligheten är betydligt mer komplicerad, eftersom utvecklingen också påverkas av bl.a. bytesförhållandet och finanspolitiken.

Arbetslösheten i Australien har under 1980-talet varit på samma nivå som i omvärlden samtidigt som bytesbalansen varit kroniskt svag trots väldiga fluktuationer i effektiv växelkurs och konkurrenskraft. Detta speglar uttryckligen effekterna av ett försvagat bytesförhållande och en otillräckligt stram finanspolitik (jfr. diagram 7-8 och tabell 1). Devalveringen 1984-86 ledde däremot som väntat till en hög relativ inflationstakt under slutet av 1980-talet (diagram 9). Detta förklarar delvis de stora räntedifferenserna för kort och lång ränta (diagram 10-11). Räntedifferenserna är emellertid större än inflationsskillnaderna, dvs. också realräntorna har stigit betydligt i förhållande till omvärlden, vilket torde hänga samman med bytesbalansunderskotten och växelkursosäkerheten.

Såväl arbetslösheten som bytesbalansen utvecklades i en gynnsam riktning i Danmark under medlet av 1980-talet, men under de senaste åren har utvecklingen på nytt försvagats. Här har den försämrade konkurrenskraften förmodligen spelat en betydande roll. En annan viktig omständighet är det privata sparandets strukturella svaghet. Inflationen har genom EMS-bindningen avtagit och är nu påfallande låg. Inte desto mindre är den långa räntan nominellt och realt fortfarande relativt sett hög. Förtroendet för fastkurspolitiken är uppenbarligen

inte orubbat, vilket förmodligen skall ses mot bakgrund av de till synes olösliga arbetslöshets- och bytesbalansproblemen.

Utvecklingen i Sverige och Finland uppvisar många likheter. Arbetslösheten är internationellt sett på en mycket låg nivå, speciellt sedan 1982. Bytesbalansen har försämrats under de senaste åren då liberaliseringen av kreditmarknaderna återspeglats i en sänkt sparkvot samtidigt som god lönsamhet stödd av förbättrat bytesförhållande höjt investeringskvoten. Försvagningen av bytesbalansen har varit mer markant i Finland än i Sverige. Devalveringen år 1982 synes i och för sig ha lindrat Sveriges balansproblem på det sätt som eftersträvades; bytesbalansen stärktes tillfälligt samtidigt som arbetslösheten minskade. Orsaken står emellertid inte att finna i en framgångsrik industriell expansionsprocess (jfr. ovan). Det goda sysselsättningsläget speglar i stället en svag produktivitetsutveckling. Inflationen har fortsatt varit relativt hög såväl i Finland som i Sverige. Räntenivån är högre än i omvärlden i genomsnitt men inte speciellt hög i jämförelse med Danmark eller Australien.

3 VALET AV VÄXELKURSPOLITISK REGIM FRAMÖVER

3.1 Arvet från 1980-talet

Devalveringspolitiken har efterlämnat ett besvärligt arv för 1990-talet. Man lyckades åstadkomma förändringar i relativpriserna som bestod under en lång tid, men möjligheterna att använda samma politik i framtiden har definitivt minskat. En trolig förklaring till den initiala framgången med 1982 års devalvering låg i överraskningsmomentet; det tog förvånansvärt länge för marknaden att anpassa sig. I dagens läge är dock situationen en annan, och devalveringsförväntningar tycks numera uppstå vid minsta lilla antydning till ekonomiska problem.

Det är inte alldeles uppenbart hur devalveringarna påverkat den industriella strukturen. En tes är ju att de stora devalveringarna gett felaktiga pris- och lönsamhetssignaler samt onödigt mycket andningsutrymme åt företag som borde omstrukturera sig. Denna tes får ett visst stöd i det faktum att produktivitetsökningen i industrin stannat på i genomsnitt 3 procent per annum efter 1982 (6 procent i Finland under samma period).

Man lyckades inte utnyttja tiden efter devalveringarna till att överflytta resurser från den offentliga sektorn till industrin. Visserligen lyckades man bromsa upp det kraftiga flödet till den offentliga sektorn, men en återflyttning av resurser inträffade inte. En central strukturpolitisk målsättning fallerade, och det hjälpte inte att förbättra industrins lönsamhet när man inte samtidigt ställde mera resurser till förfogande. Resultatet blev en kamp om resurser och en allmän kostnadsökning.

3.2 1990-talets krav

De yttre omständigheterna för växelkurspolitiken har i många hänseenden ändrats på 1990-talet. Den inhemska finansieringsmarknaden har liksom i andra länder avreglerats, och kapitalrörelserna är numera fria. Som ett resultat av detta har man fått en fri räntebildning, och växelkursens roll har förändrats; växelkursens penningpolitiska roll har accentuerats, och den utgör numera det intermediära målet för penningpolitiken, eller med andra ord det medel med vars hjälp man styr förväntningsbildningen.

En avreglerad finansieringsmarknad agerar i hög utsträckning utgående från förväntningar, och det blir en central uppgift för den ekonomiska politiken att hålla förväntningarna i styr, för att det skall vara möjligt att undvika turbulens på spekulationsdrivna marknader. Upprepade förändringar av de ekonomisk-politiska målsättningarna eller frekventa avvikelser från uppställda mål undergräver förtroendet och bidrar till ökad osäkerhet. Detta utgör med nuvarande penningpolitiska regim en ytterligare allvarlig uppbindning av växelkurspolitiken.

Samtidigt leder den pågående globala integrationsprocessen - både det som sker inom Europa samt inom ramen för GATT - till att den svenska ekonomin blir alltmer integrerad med resten av världen. Detta ställer den ekonomiska politiken inför en ny situation och därmed också inför ett behov av omprioriteringar. Det är uppenbart, att man blir tvungen att i den ekonomiska politiken fästa en växande uppmärksamhet vid inflationsmålsättningen. Inflationsutvecklingen i Sverige (eller andra EES-länder) kan inte gärna markant avvika från utvecklingen i övriga Europa, sedan de olika delmarknaderna integrerats och man har en fri rörelse av varor, tjänster, arbete och kapital.

Vad innebär denna utveckling och dessa förändringar för penningpolitikens och därmed också valutakursregimens del? Vad är penningpolitikens roll i framtiden och framför allt, vad är penningpolitikens roll när det gäller att hålla förväntningarna i styr?

3.3 Den svenska diskussionen om framtiden

Det verkar för utomstående som om den svenska diskussionen vore rätt polariserad. Dels tycks det finnas en numerärt stor grupp som anser att man bäst sköter inflations- och förväntningsproblemen genom att ge bort nycklarna till de ekonomisk-politiska instrumenten. Dels tycks det finnas en aktiv grupp som anjer att inflationen spelar en underordnad roll, och att man snarast borde se till att man också i framtiden har utrymme att inflatera ekonomin.

Konklusionen i den första gruppen är att Sverige borde gå med i EMS eller något liknande arrangemang. Det viktiga är i varje fall, att man flyttar beslutsfattandet rörande växelkursen utanför landets gränser. Genom att överlåta beslutsfattandet till utomstående hoppas man kunna grundmura förtroendet för fastkurspolitiken och därmed också inflationsmålsättningen. Detta skulle bädda för en så smärtfri anpassning av beteendet som möjligt på de olika marknaderna, arbetsmarknaden inkluderad.

Den andra gruppen bygger uppenbarligen sin analys på antagandet att förväntningarna inte spelar någon särskilt central roll. Man utgår ifrån att det råder ett direkt samband mellan inflationsnivå och arbetslöshet, och det europeiska inflationsmålet verkar att implicera en alltför hög arbetslöshet. Därför förespråkar man en höjning av inflationsmålet genom en bindning av kronan till höginflationsländer.

Vi kan inte förneka att vi har problem med båda dessa synsätt. Den första gruppen tycks ge efterfrågeläget en underordnad och förväntningarna en övergripande roll i inflationsprocessen. Den andra gruppen igen antar att endast förändringar i efterfrågeläget har någon betydelse.

Det är intressant att notera, att inget av dessa synsätt ser någon aktiv roll för penningpolitiken i stabiliseringspolitiken. I båda fallen reduceras ju penningpolitikens roll till ett minimum p.g.a. att den i båda "modellerna" binds till växelkursmålsättningen. Detta ter sig en aning förvånande med tanke på de problem man haft under de senaste åren när det gällt att hålla efterfrågesituationen i styr i ett antal länder, inte minst i Sverige. Det är uppenbart, att den svenska ekonomin varit klart överhettad, och att detta varit huvudorsaken till de senaste årens inflationsproblem. Det har varit omöjligt att föra en tillräckligt stram finanspolitik och den ekonomiska politiken har därmed varit handfallen, eftersom penningpolitiken varit upp-bunden av den fasta växelkursen.

Däremot har man, om än mera implicit, diskuterat korgkonstruktionen. Den nuvarande korgsammansättningen härstammar ju i Sverige såsom också i Finland och Norge från en tid då snarare konkurrenshänsyn än penningpolitiska hänsyn styrde valet av valutakursbindning. Det är inte klart, varför man skall definiera inflationsmålsättningen som ett vägt medeltal av inflationen hos de viktigaste handelspartnerna.

3.4 Stora krav ställs på referensgruppens politik

Eftersom fastkurspolitiken innebär att man skaffar sig en ekonomisk-politisk begränsning från utlandet, är det skäl att reflektera över vilka krav denna begränsning

borde fylla. Det första uppenbara kravet är att inflationsmålsättningen motsvarar den svenska. För det andra måste man förlita sig på att referenslandet inte endast nu utan också i framtiden för en politik som motsvarar denna målsättning.

Men dessutom gäller det att finna ett land eller en ländergrupp som har någorlunda samma struktur eller som åtminstone utsätts för ungefär samma ekonomiska störningar som Sverige. Ifall detta är fallet, behöver man inte vara särskilt bekymrad över det faktum att penningpolitiken binds upp. Ifall ekonomin utsätts för en störning, kan man förlita sig på att referenslandet eller -länderna anpassar sin politik för att neutralisera störningen. På så sätt kan man åka snålskjuts, och det finns inget behov av egna stabiliseringspolitiska åtgärder.

Antag t.ex. att det uppstår en förstärkning av bytesförhållandet. Detta leder till en extern ökning i köpkraften, och ifall inga åtgärder vidtas, får man ett ökat inflationstryck (ifall man antar att inflationen på kort sikt påverkas av efterfrågesituationen). Om referenslandet utsätts för samma störning och på grund av sin starka bindning till inflationsmålet stramar åt penningpolitiken, leder detta automatiskt till att penningpolitiken blir åtstramad också i Sverige. Inga speciella åtgärder är av nöden.

Men ifall referenslandet inte utsätts för störningar, eftersom det har en avvikande ekonomisk struktur, uppstår det ett behov att i Sverige utforma stabiliseringspolitiken på ett sätt som avviker från referenslandets ekonomiska politik. Då penningpolitiken är uppbunden, kräver detta finanspolitisk flexibilitet. Ifall sådan flexibilitet inte kan uppnås, kommer anpassningen att ske via marknadsmekanismen och i praktiken via fluktuationer i sysselsättningen. En förbättring av terms of trade leder till en överhettning i ekonomin, och infla-

tionsmålet skjuts över. Konkurrenskraften urholkas, och det uppstår så småningom sysselsättningsproblem i den konkurrensutsatta sektorn. Den arbetslöshet som uppstår förorsakar förr eller senare en uppdämpning i löneökningarna, och ekonomin kan via arbetslöshet återgå till normal aktivitetsnivå. Men denna process kan ta mycket lång tid i anspråk, om lönerna inte faller nominellt när efterfrågan på arbetskraft sjunker.

Ifall marknaden - t.ex. på grund av att beslutsfattandet ligger i utlandet - förlitar sig på att växelkursen står fast, kommer inte räntorna att reagera i något skede av anpassningsprocessen. Anpassningen sker då helt via en försämring i den konkurrensutsatta sektorns lönsamhet och sysselsättning. Endast om marknaden ifrågasätter växelkurspolitikens trovärdighet, kommer räntorna att stiga och en del av anpassningsbördan att falla också på andra delar av ekonomin.

I teorin skulle dessa problem inte uppstå i en välintegrerad ekonomi. Resurserna överflyttas både regionalt och strukturellt till de områden där det finns överskottsefterfrågan, och pris- och lönenivån hålls därför stabil. Man har dock orsak att betvivla att man i praktiken skulle kunna uppnå den nödvändiga flexibiliteten i utbudet på arbetskraft.

3.5 Vad vore en naturlig anknytning för Sverige?

Kan man finna ett referensland eller en referensgrupp som uppfyller dessa krav för Sveriges del? Man kan i detta hänseende endast se till den historiska utvecklingen, men man kan knappast förlita sig på att denna kommer att till alla delar upprepa sig i framtiden. Detta gäller både de ekonomiska störningarna och den ekonomiska politiken. Störningarna har under de två senaste årtiondena dominerats av negativa och positiva oljeshocker. Även om oljeshockar är aktuella

igen, kan man inte vara säker att dessa kommer att dominera den ekonomiska störningsbilden också i framtiden. Dessutom är det uppenbart att omformandet av de ekonomisk-politiska spelreglerna och beslutsmekanismerna i Europa kommer att påverka den ekonomiska politiken både i Europa och globalt på ett sätt som ingen i dagens läge kan förutsäga.

Det har under de två senaste decennierna förekommit perioder då bytesförhållandet utvecklats märkbart annorlunda i den svenska ekonomin än i EG och i valutakorgländerna (Diagram 6). I början av 1970-talet var utvecklingen av bytesförhållandet avsevärt starkare i Sverige än i EG och valutakorgländerna. Under första delen av 1980-talet igen var utvecklingen av bytesförhållandet svagare i Sverige än i valutakorgländerna. I jämförelse med EG har samstämmigheten varit stor på 1980-talet.

Bytesförhållandets utveckling i Sverige följer i stora drag utvecklingen i den finländska ekonomin med undantag av de sista åren av 1980-talet; då var bytesförhållandet extremt starkt i Finland. Det är alldeles uppenbart, att bytesförhållandets utveckling i Sverige och Finland har avvikit mycket mera från utvecklingen i EG än vad som varit fallet för Danmarks del. Detta hänger säkerligen samman med den ekonomiska strukturen, vilken är mera råvaruinriktad i Sverige och i synnerhet i Finland. Däremot är bytesförhållandet i dessa två länder relativt stabilt i jämförelse med Australien, där svängningarna tagit ofantliga proportioner under de två senaste årtiondena.

Ifall historien upprepar sig - vilket man naturligtvis inte kan veta - så skulle både Sverige och Finland ha mycket större problem med en valutakursanknytning till EG än vad Danmark har. De stora svängningarna i bytesförhållandet förklarar till en mycket stor del varför

man i Australien ansett sig ha orsak att låta valutakursen flyta.

3.6 Hur är EG förberett på störningar?

Dessa problem kommer naturligtvis att vara aktuella också inom ramen för EG. Man har därför fäst stor uppmärksamhet vid regionalpolitiska frågor och allokerat mycket resurser för att lösa regionala problem. Man har dock främst inriktat sig på skillnader i utvecklingsnivå mellan de olika regionerna, och man kan med fog påstå att EG är dåligt förberedd för det som man kunde kalla "Texas-problemet". Med det avser vi att ett land eller ett område inom EG utsätts för en störning (t.ex. förbättring av bytesförhållandet såsom Texas för när oljepriset steg), vilken skulle kräva en restriktiv åtgärd. EG-modellen bygger på antagandet att arbetskraft och kapital skall flytta sig så flexibelt, att detta inte förorsakare regional obalans. Alternativt måste finanspolitiken vara flexibel på en regional nivå i enlighet med stabiliseringspolitikens krav. Det krävs ett stort mått av optimism att förlita sig på att dessa mekanismer skulle fungera så, att regionala balansproblem kunde undvikas.

3.7 Kan man samtidigt skapa förtroende och bevara den ekonomisk-politiska flexibiliteten?

Mot denna bakgrund verkar det att i framtiden finnas behov av en politik som både inger stabiliseringspolitiskt förtroende och också har ett visst rörelseutrymme.

Ett fundamentalt problem gäller då samspelet mellan allmänhetens förväntningar och myndigheternas agerande. Denna problematik kan bäst struktureras med hjälp av ett fyrfält.

TROVÄRDIGHETSPROBLEMET

| | | förväntad växelkurspolitik | |
|------------------------------|---------------------------------|----------------------------|---------------------------------|
| | | obetingat fast kurs | flexibel/aktiv växelkurspolitik |
| föverkligad växelkurspolitik | obetingat fast kurs | 1 | 4 |
| | flexibel/aktiv växelkurspolitik | 2 | 3 |

Ruta 1 anger det fall då en strikt normbindning till fast växelkurs praktiseras och har förtroende hos allmänheten. Som exempel kan man peka på de starka EMS-länderna och Österrike. Detta gällde antagligen i Sverige fram till mitten av 1970-talet, förrän man gick in för devalveringspolitiken. Situationen är gynnsam för möjligheterna att uppnå moderat inflation och räntenivå (relativt omvärlden), men ställer stora krav på den ekonomiska politiken som helhet.

Ruta 2 representerar en situation i vilken växelkursen aktivt används för att underlätta anpassningen till balansproblem trots att allmänheten väntar sig fast växelkurs. Detta var i stort sett fallet i de nordiska länderna i slutet av 1970-talet och början av 1980-talet. Denna situation är emellertid på längre sikt instabil, eftersom marknaden efter några avvikelser förlorar för-troendet för fastkurspolitiken.

Detta för oss till läget i ruta 3, där allmänheten är införstådd med att växelkursen anpassar sig till den ekonomiska politikens krav och strävar till att befrämja anpassning till balansproblem. Denna situation råder t.ex. i Australien. Problemet med denna regim är, ett inflationen förlorar sitt riktmärke och att man därför riskerar att få snabb inflation och höga nominella räntor.

Ruta 4 innebär ett dilemma som konkretiserats i de nordiska länderna under senare år. Myndigheterna bedyrar att kursen står fast, men marknaden förväntar sig en ackomoderande växelkurspolitik p.g.a. tidigare erfarenheter eller bristande konsistens i politiken som helhet. Då förtroendet för fastkurspolitiken är bristfälligt, får inflationsbekämpningen inte stöd av förväntningarna och räntenivån riskerar bli mycket hög (också realt) i samband med förväntningsstyrda kapitalflöden. Läget är prekärt eftersom förstoendebristen via höga räntor och inflation tenderar att försvaga den ekonomiska utvecklingen så, att misstron mot ekonomin och politiken framstår alltmer motiverad.

Man kan fråga sig, om det finns möjligheter att bryta sig ut ur denna cirkel. Det är troligt att institutionella förändringar skulle verka i rätt riktning. I varje fall är det uppenbart att det krävs konkreta åtgärder vilka på sätt eller annat manifesterar regimförändringen. Marknaden låter sig knappast övertygas endast av läpparnas bekännelse. Ifall institutionella förändringar inte företas, eller ifall de inte är övertygande, kan man inte undvika en anpassningsprocess som innebär en mer eller mindre utdragen period med svag ekonomisk utveckling. När man ser på de internationella erfarenheterna, verkar det dock vara mera regel än undantag att ett starkt förtroende för politiken har byggts upp med ett tidvis hårt bandage.

Man kan tänka sig olika institutionella förändringar vilka kunde bidra till att flytta länder som Sverige och Finland från ruta 4 till ruta 1. Det mjukaste sättet vore att ändra valutakursbindningen så, att valutan binds till endast ett land eller en mycket begränsad grupp. Dels markerar detta regimförändringen och dels ger det mera konkreta handlingslinjer för beteendet på de olika marknaderna än den nuvarande korgkonstruktionen. Ett annat alternativ och en mycket starkare markering vore att gå med i EMS eller något liknande arrangemang och den vägen avstå det nationella beslutsfattandet. Ett tredje alternativ vore att ändra på det interna beslutsfattandet genom att överlåta detta åt en relativt oberoende centralbank i likhet med det som man nu bollar med på ett europeiskt plan.

Oberoende av hur de institutionella arrangemangen utformas eller hur formen och fastpunkten för valutakurspolitiken definieras, har man kvar problemet med de ekonomiska störningarna. Fastkurspolitik innebär alltid ett visst mått av risktagande. Man kan inte med någon större grad av säkerhet förutse varken ekonomiska störningar eller den ekonomiska politiken i det land eller de länder som man bundit sig upp till. Avsteg från den utstakade linjen uppfattas dock som misslyckanden för den ekonomiska politiken i det land som avviker från den uttalade normen.

Kan man åstadkomma ett sådant läge, att den ökade disciplin som man eftersträvar inte utgör en allvarlig begränsning när man behöver använda ekonomisk politik för att bevara stabiliteten? Kan man lita på att finanspolitiken blir mera alert att reagera på olika störningar och att dra in köpkraft då det behövs? Kan arbetsmarknadens beteende förändras så, att man är beredd att tolerera fluktuationer i reallönerna och vid behov en nedgång i de nominella lönerna för att undvika konkurser och arbetslöshet? Detta skulle vara spektakulära förän-

dringar i det nordiska arbetsmarknadsbeteendet, där man snarast vant sig vid att den ekonomiska politiken garanterar full sysselsättning.

Ett sätt att kombinera fastkurspolitikens disciplin med en viss penningpolitisk flexibilitet är att använda sig av ett relativt brett band inom vilket valutakursen kan röra sig. Ifall man kan skapa förtroende för att bandet hålls stabilt, ger detta ett ankare för förväntningsbildningen men samtidigt också ett visst räntepolitiskt spelrum. Det är dock uppenbart, att man inte kan applicera särskilt vida band utan att gå miste om fastkurspolitikens stabiliserande effekter och därmed kan man inte heller skapa ett övanhövan stort manöverutrymme åt penningpolitiken. Ett bredare band ger dock större möjligheter för penningpolitiken att aktivt "spjärna emot" när detta behövs.

4 KONKLUSIONER

Vi har inte haft ambitioner eller möjligheter att göra en grundlig analys av olika valutakurspolitiska regimer, deras för- och nackdelar eller ens av de hittills erhållna erfarenheterna av olika regimer och politik. Vi kan inte heller peka på några entydiga slutsatser. Vi finner emellertid, att betydelsen av de växelkurspolitiska alternativen i debatten tenderar att överdrivas: devalveringar är inte en lösning på arbetslöshetsproblemet, och EMS-medlemskap erbjuder ingen smärtfri genväg till prisstabilitet.³ Skillnaderna i bl.a. finanspolitiken och arbetsmarknadens funktionssätt är av central betydelse. Dock är valet av växelkurspolitisk linje givetvis allt annat än ovidkommande för stabiliseringspolitiken, även om det i praktiken kan gå så, att andra än rent ekonomiska eller ekonomisk-politiska hänsyn väger tungt när de definitiva avgörandena fattas.

Med dessa kvalifikationer kan man dock dra vissa slutsatser både gällande utvecklingen under 1980-talet och framtiden. För det första är det uppenbart, att man inte med bästa vilja kan påstå att 1982 års stora devalvering i Sverige skulle ha löst grundproblemen för svensk ekonomi. Tvärtom finns det tecken på att dessa skyfflades under mattan och nu är ännu svårare att bemästra när de igen börjar framskymta. Utvecklingen i svensk ekonomi har inte varit avgjort fördelaktigare än i de länder som valde en annorlunda växelkurspolitik. Det är uppenbart att de förändringar i förväntningsbildningen som devalveringarna förorsakat begränsar det ekonomisk-politiska rörelseutrymmet för en lång tid framöver.

³ Jfr. Åkerholm, J. "External Adjustment in Small Open Economies - some Recent Experiences" i D.E. Fair Boissieu (eds.). The International Adjustment Process. New Perspectives, Recent Experience and Future Challenges for the Financial System, 1989.

För det andra kommer det i framtiden att krävas en starkare prioritering av inflationsmålsättningen än tidigare för att det skall vara möjligt att skapa de nödvändiga förutsättningarna för stabilitet på finansmarknaderna och för ekonomisk tillväxt. Detta begränsar växelkurspolitikens rörelsefrihet i framtiden.

För det tredje är det mindre kostsamt att övergå till en ny "inflationsregim" ju snabbare man kan skapa förtroende för låg inflation i den ekonomiska politiken.

För det fjärde är det sannolikt, att fastkurssystemet bäst betjänar denna process. Det hjälper dock inte att endast retoriskt manifesteras sin bekännelse till fastkurspolitiken, utan det krävs också konkreta åtgärder. Det är möjligt att institutionella förändringar vore nyttiga, ifall de kunde stärka allmänhetens förtroende för att grundtonen i den ekonomiska politiken har förändrats.

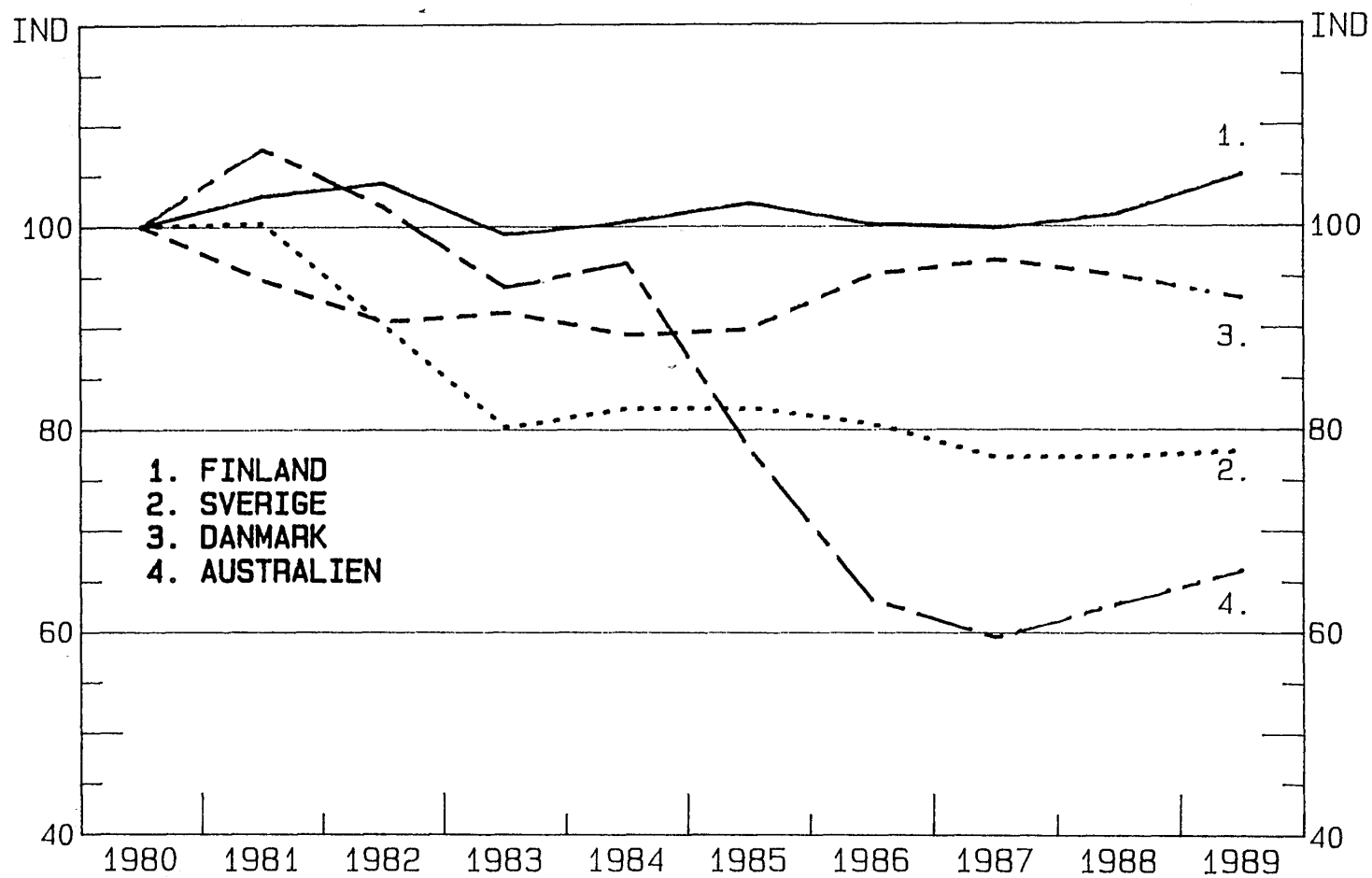
För det femte är det uppenbart, att det inte är problemfritt att binda upp politiken till länder som har en delvis avvikande ekonomisk struktur, och som därför kan utsättas för annorlunda ekonomiska störningar. Det är inte sannolikt, att man kan uppnå tillräckligt med flexibilitet i lönebildningen, i arbetskraftens utbud eller i finanspolitiken för att man inte skall riskera att fastkurspolitiken också i framtiden förorsakar fluktuationer i inflation och sysselsättning.

Det kunde därför vara värt att överväga om man kunde kombinera fastkurspolitiken med en viss grad av växelkursfluktuationer. På detta sätt kunde man åt penningpolitiken skapa ett visst, om än begränsat, stabiliseringspolitiskt utrymme. Detta gäller oberoende av formen och målet för valutakursanpassningen. Ett bredare fluktuationsområde för växelkursen får dock inte vara uttryck

för en lägre ambitionsnivå i inflationsmålsättningen, vilket varit fallet inom EMS-området; ett vidare band skall endast göra det lättare att hålla ekonomin på en utvecklingslinje som är i samklang med låg inflation.

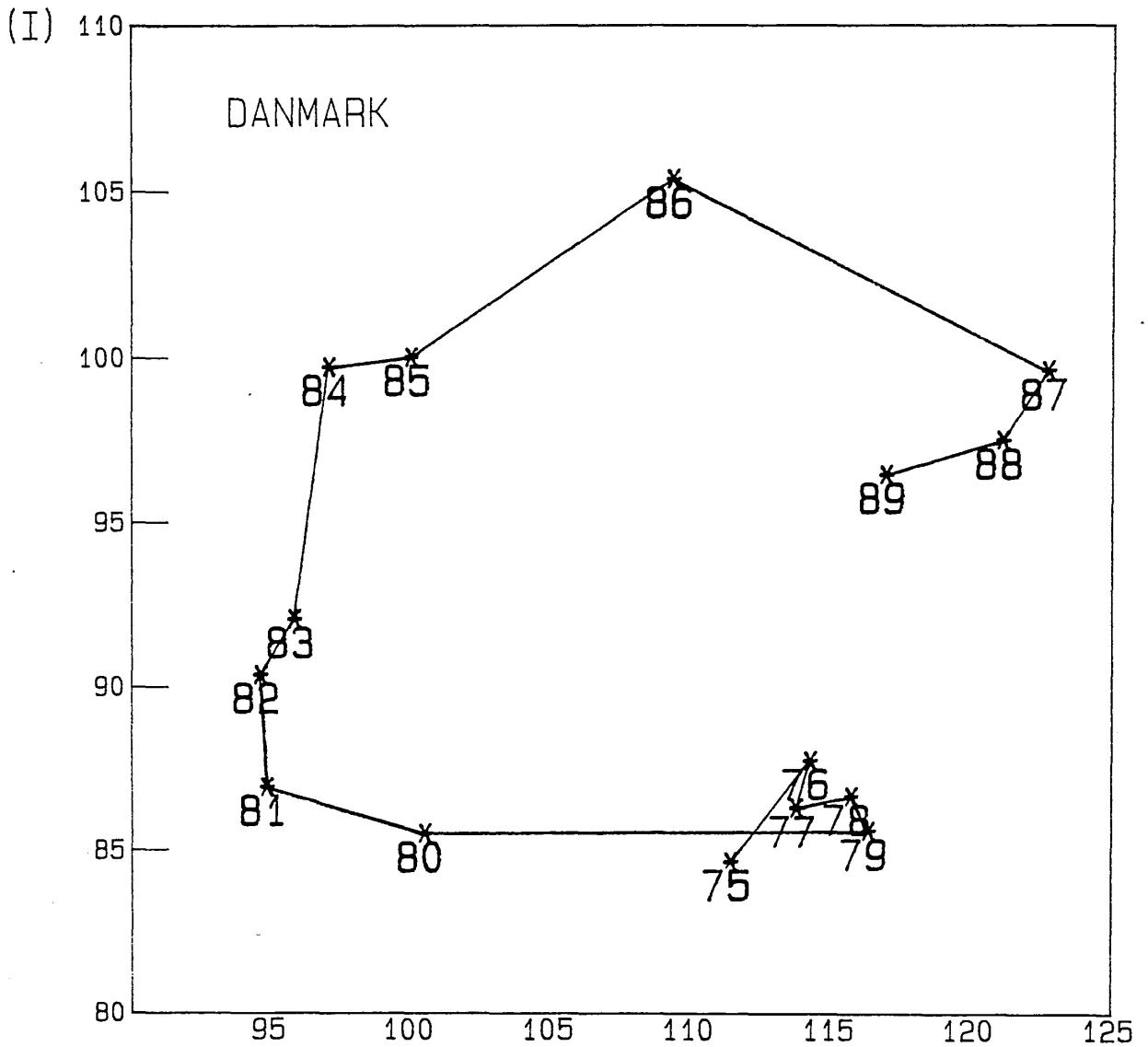
DIAGRAM 1

EFFEKTIV VÄXELKURS, 1980=100



Källa: OECD

INDUSTRIPRODUKTION (I) OCH KONKURRENSKRAFT (C)
 INDUSTRIIN, 1985=100



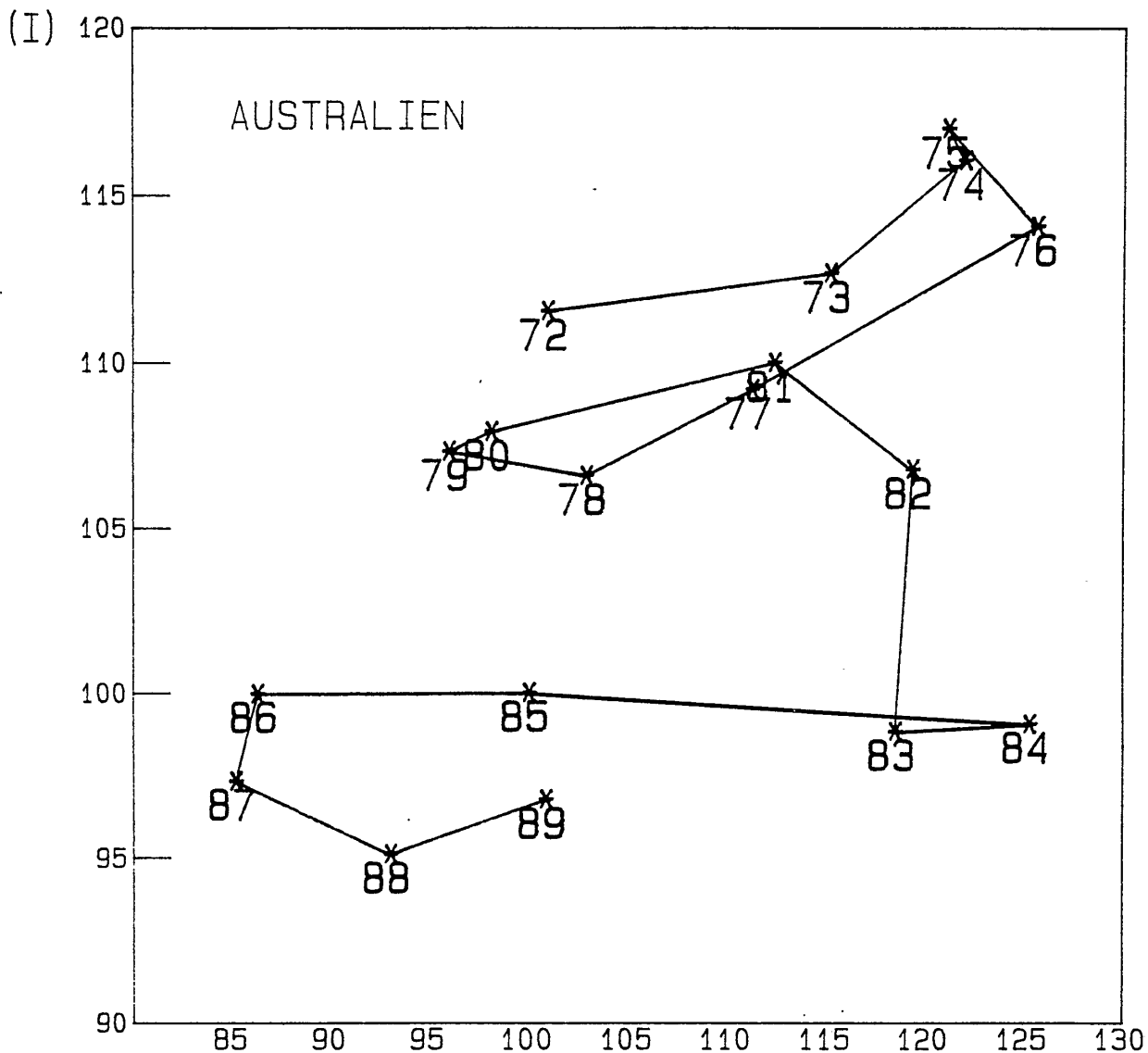
(C)

(I) ANGER INDUSTRIPRODUKTIONEN I DANMARK I FÖRHÅLLANDE TILL
 INDUSTRIPRODUKTIONEN I OECD-EUROPA

(C) ANGER DE RELATIVA ARBETSKRAFTSKOSTNADERNA,
 DANMARK I FÖRHÅLLANDE TILL KONKURRENTLÄNDERNA

Källa: OECD och egna beräkningar

INDUSTRIPRODUKTION (I) OCH KONKURRENSKRAFT (C)
 INDUSTRIIN, 1985=100



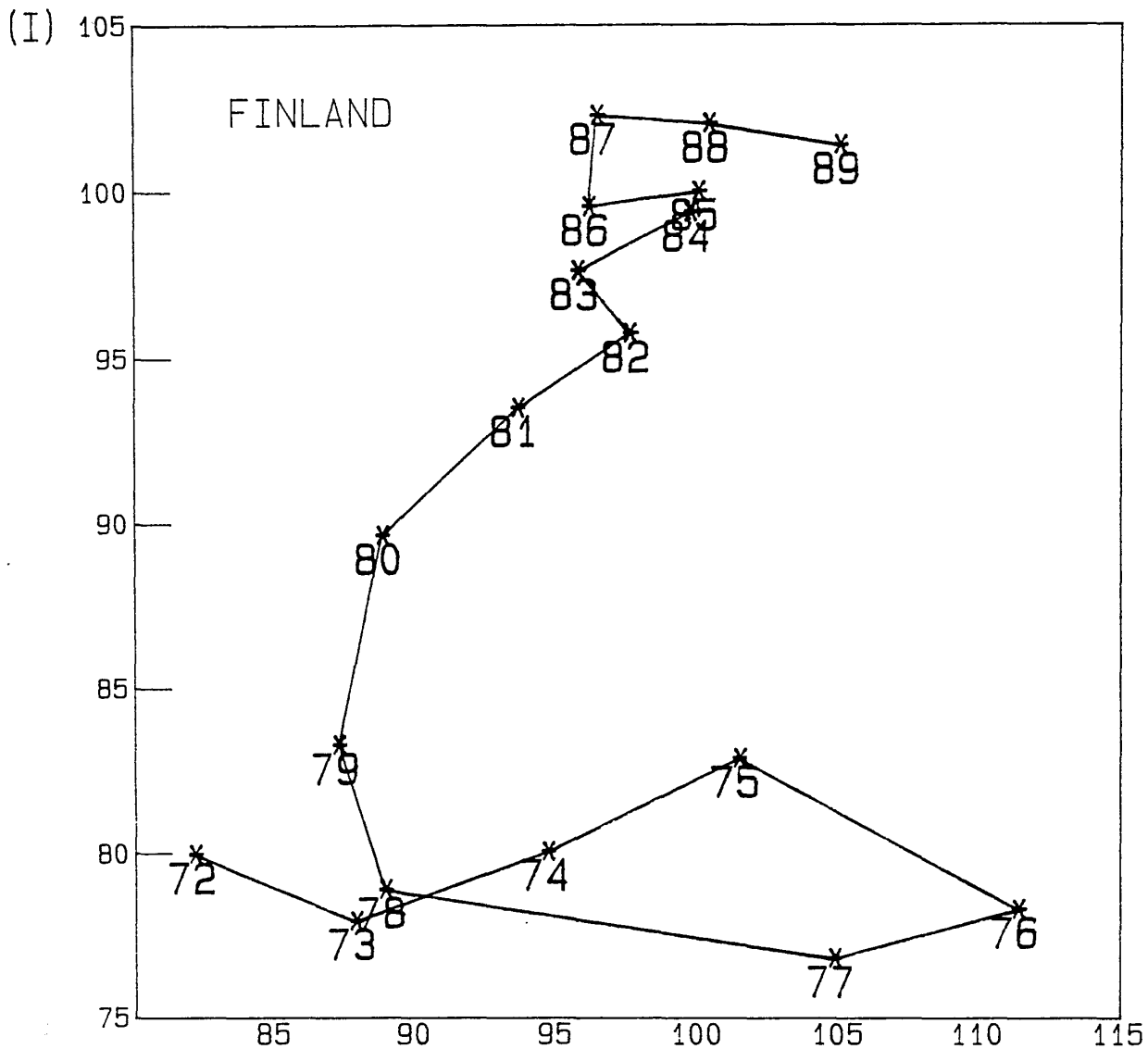
(C)

(I) ANGER INDUSTRIPRODUKTIONEN I AUSTRALIEN I FÖRHÅLLANDE
 TILL INDUSTRIPRODUKTIONEN I OECD

(C) ANGER DE RELATIVA ARBETSKRAFTSKOSTNADERNA,
 AUSTRALIEN I FÖRHÅLLANDE TILL KONKURRENTLÄNDERNA

Källa: OECD och egna beräkningar

INDUSTRIPRODUKTION (I) OCH KONKURRENSKRAFT (C)
 INDUSTRIIN, 1985=100



(C)

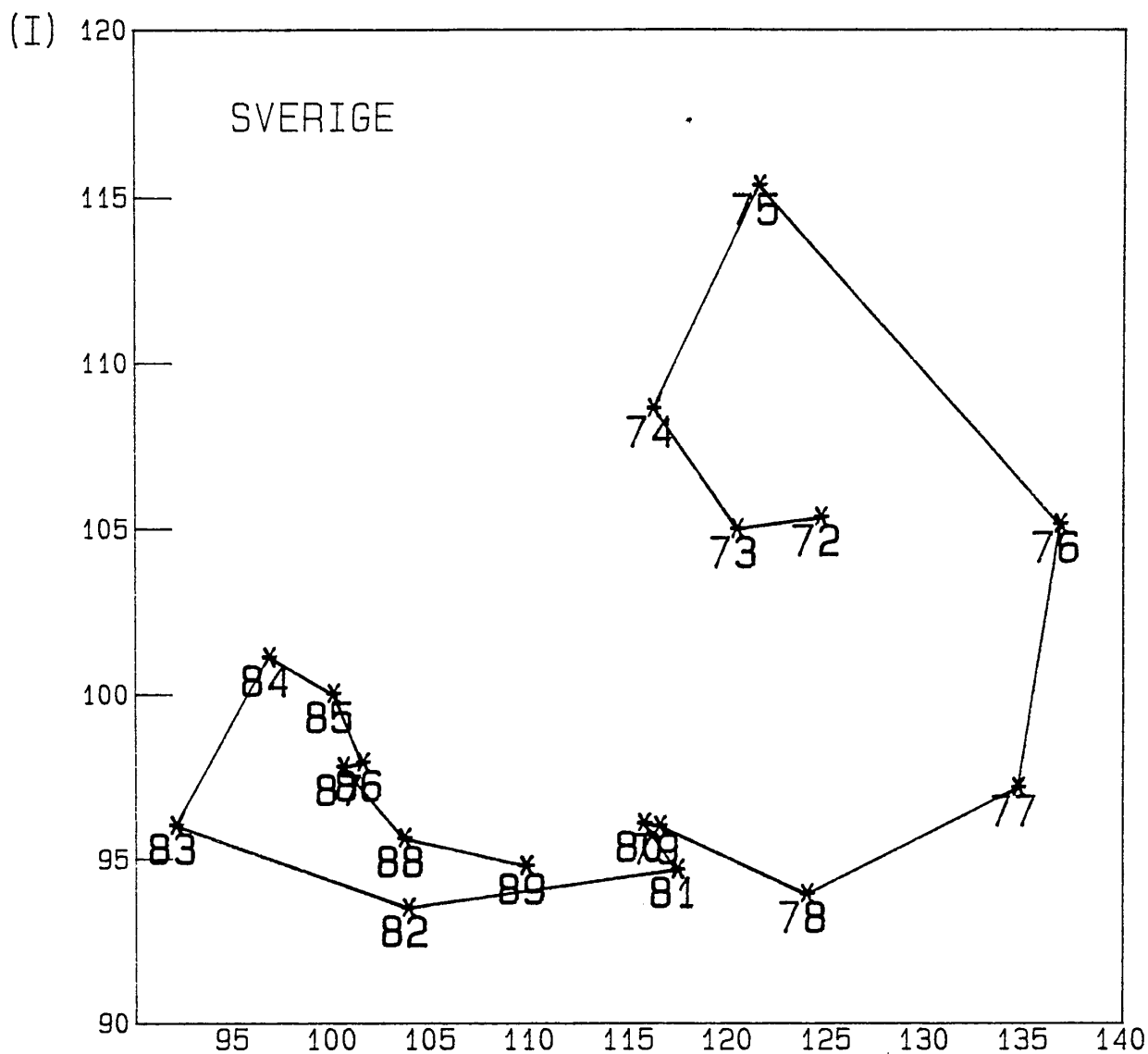
(I) ANGER INDUSTRIPRODUKTIONEN I FINLAND I FÖRHÅLLANDE TILL
 INDUSTRIPRODUKTIONEN I OECD-EUROPA

(C) ANGER DE RELATIVA ARBETSKRAFTSKOSTNADERNA,
 FINLAND I FÖRHÅLLANDE TILL KONKURRENTLÄNDERNA

Källa: OECD och egna beräkningar

DIAGRAM 5

INDUSTRIPRODUKTION (I) OCH KONKURRENSKRAFT (C)
 INDUSTRIIN, 1985=100



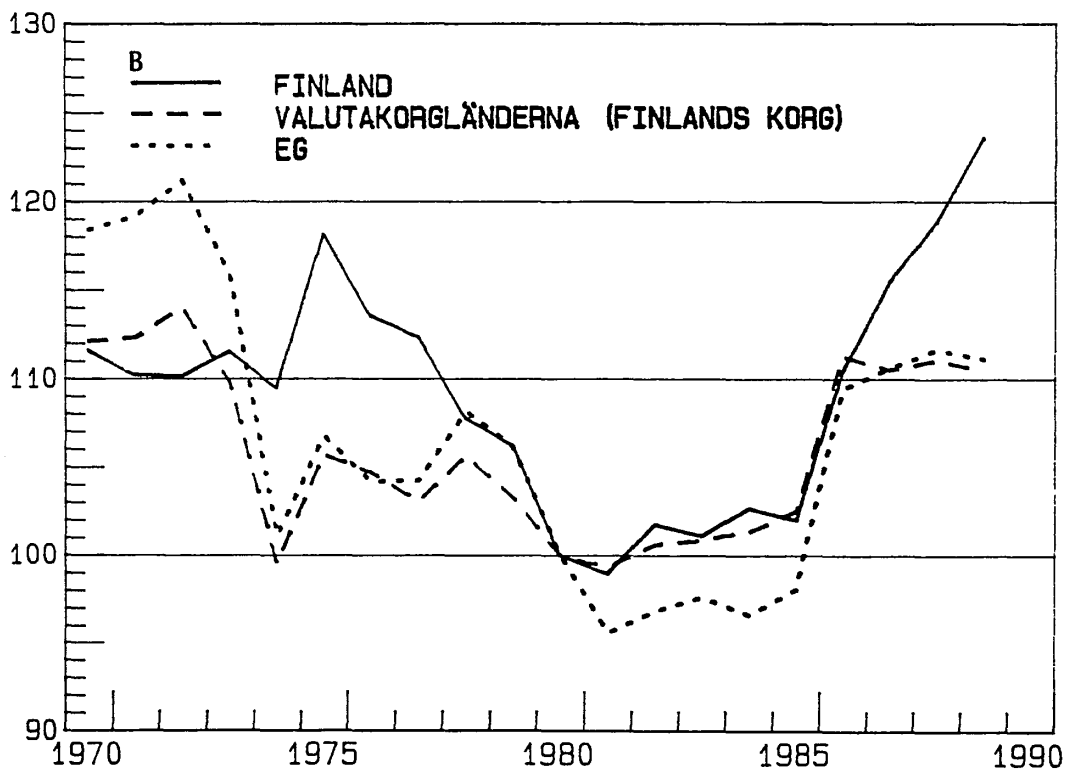
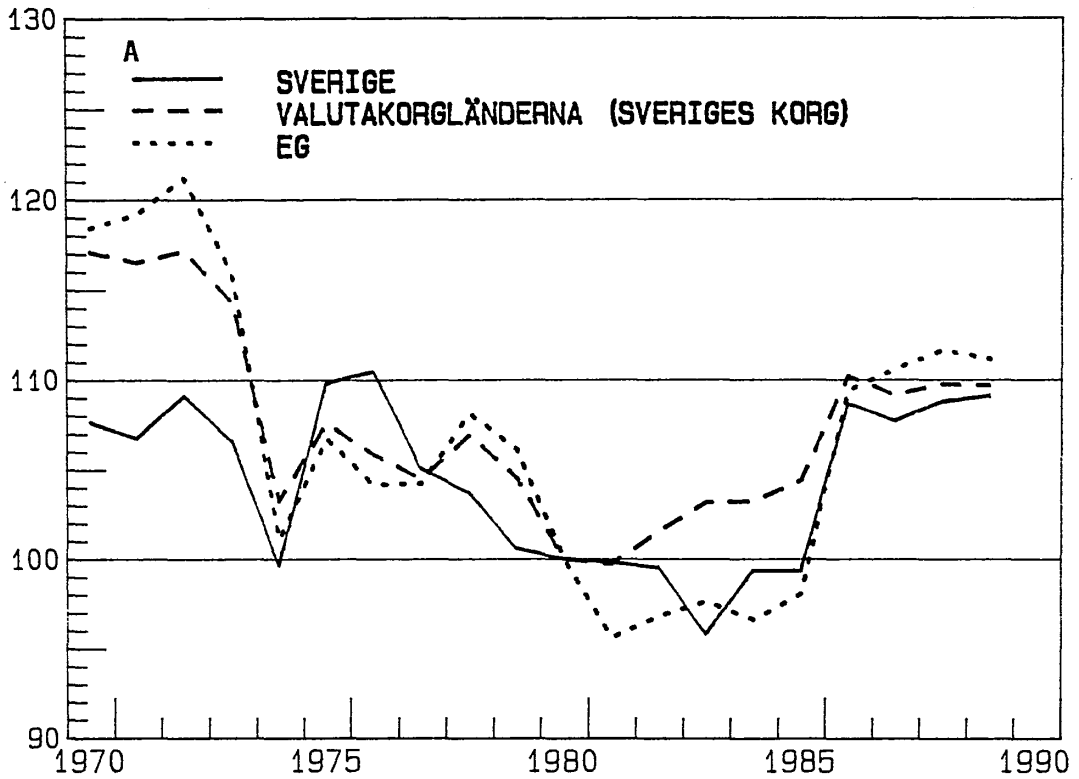
(C)

(I) ANGER INDUSTRIPRODUKTIONEN I SVERIGE I FÖRHÅLLANDE TILL
 INDUSTRIPRODUKTIONEN I OECD-EUROPA

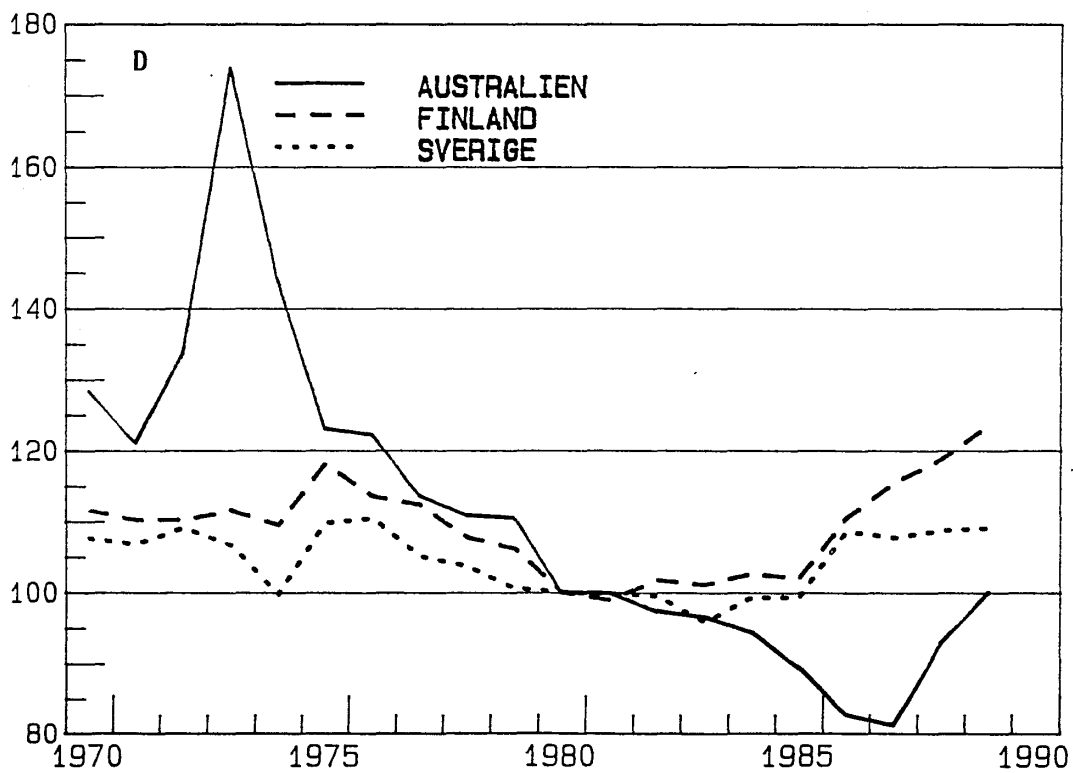
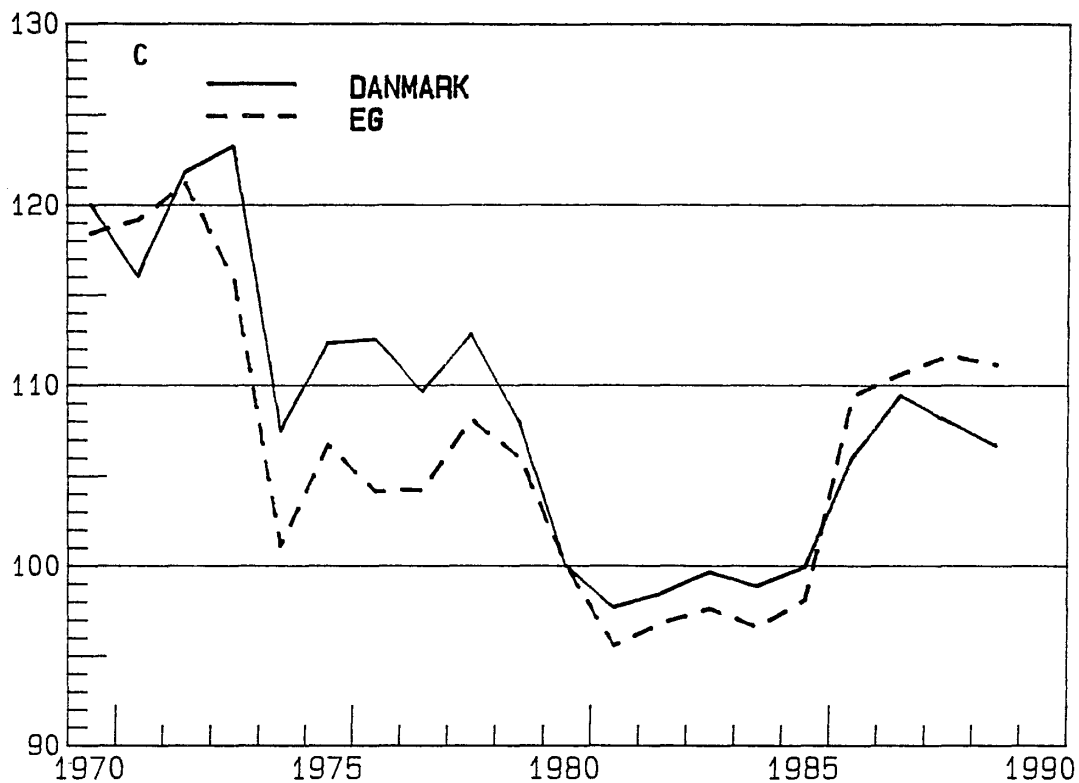
(C) ANGER DE RELATIVA ARBETSKRAFTSKOSTNADERNA,
 SVERIGE I FÖRHÅLLANDE TILL KONKURRENTLÄNDERNA

Källa: OECD och egna beräkningar

TERMS OF TRADE, 1980=100



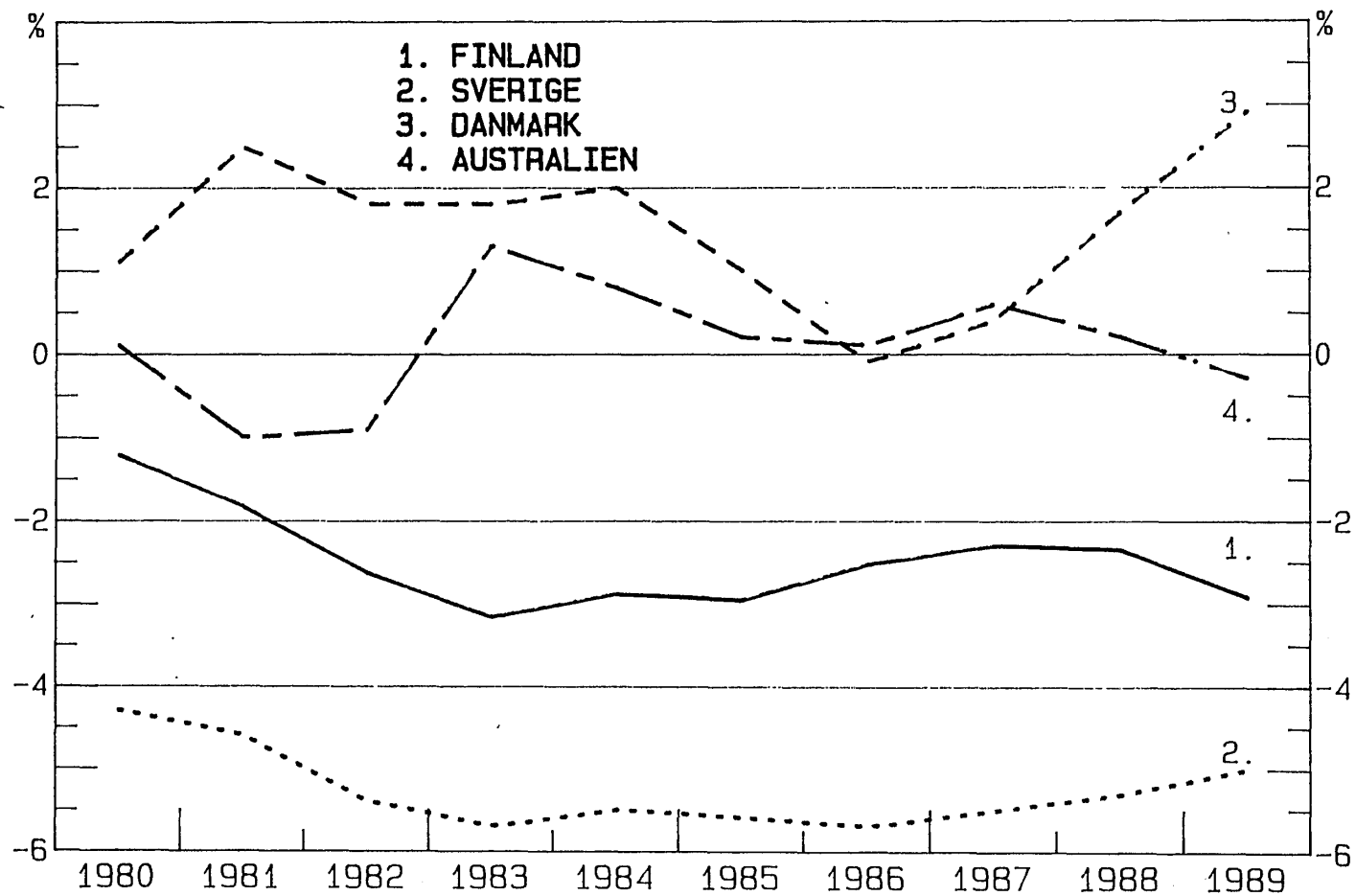
TERMS OF TRADE, 1980=100



Källa: OECD och egna beräkningar

DIAGRAM 7

RELATIV ARBETSLÖSHET (1)

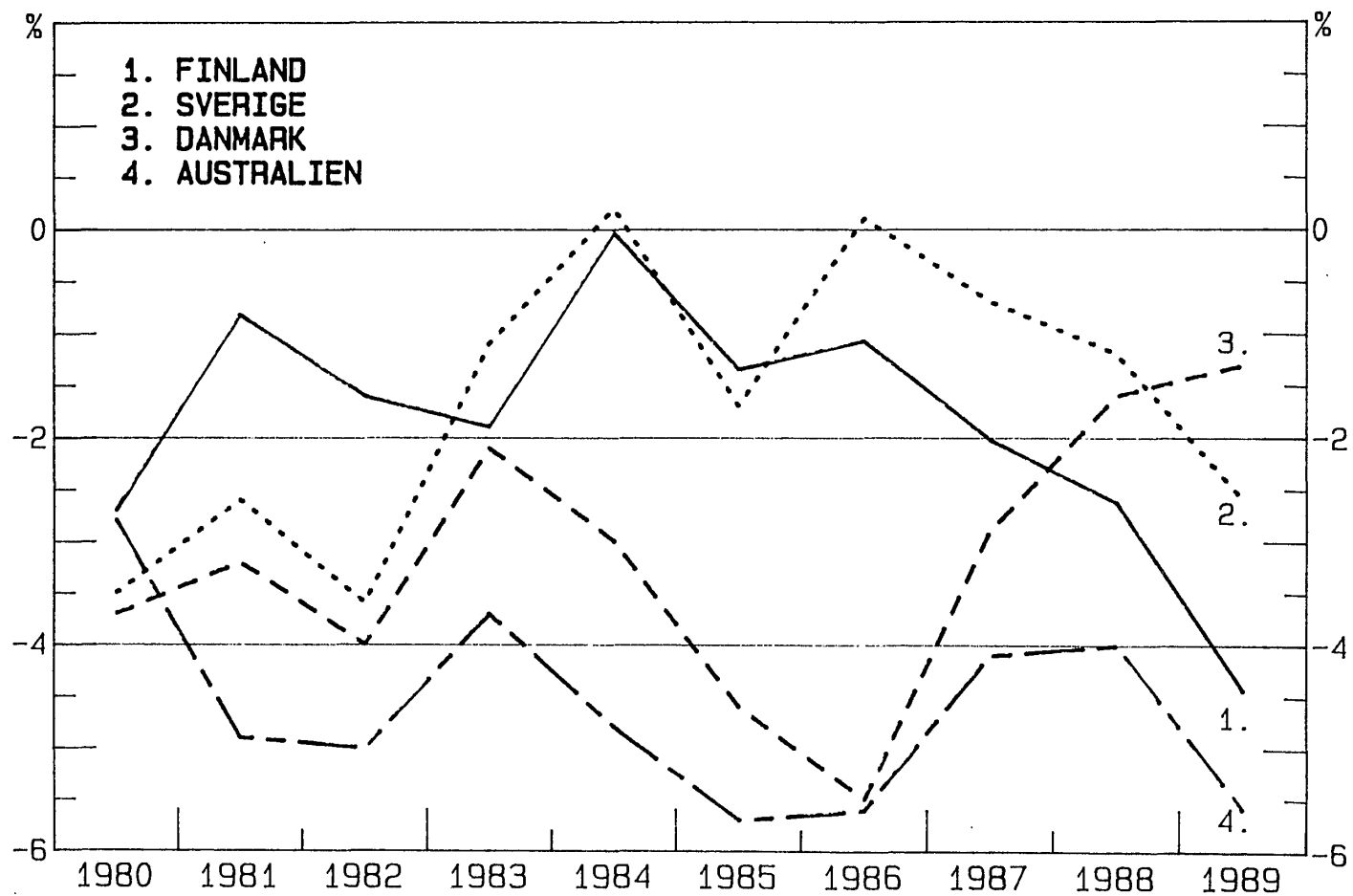


(1) ARBETSLÖSHETEN I FÖRHÅLLANDE TILL GENOMSNITTET I OECD,
SKILLNADEN I PROCENTENHETER

Källa: OECD och egna beräkningar

DIAGRAM 8

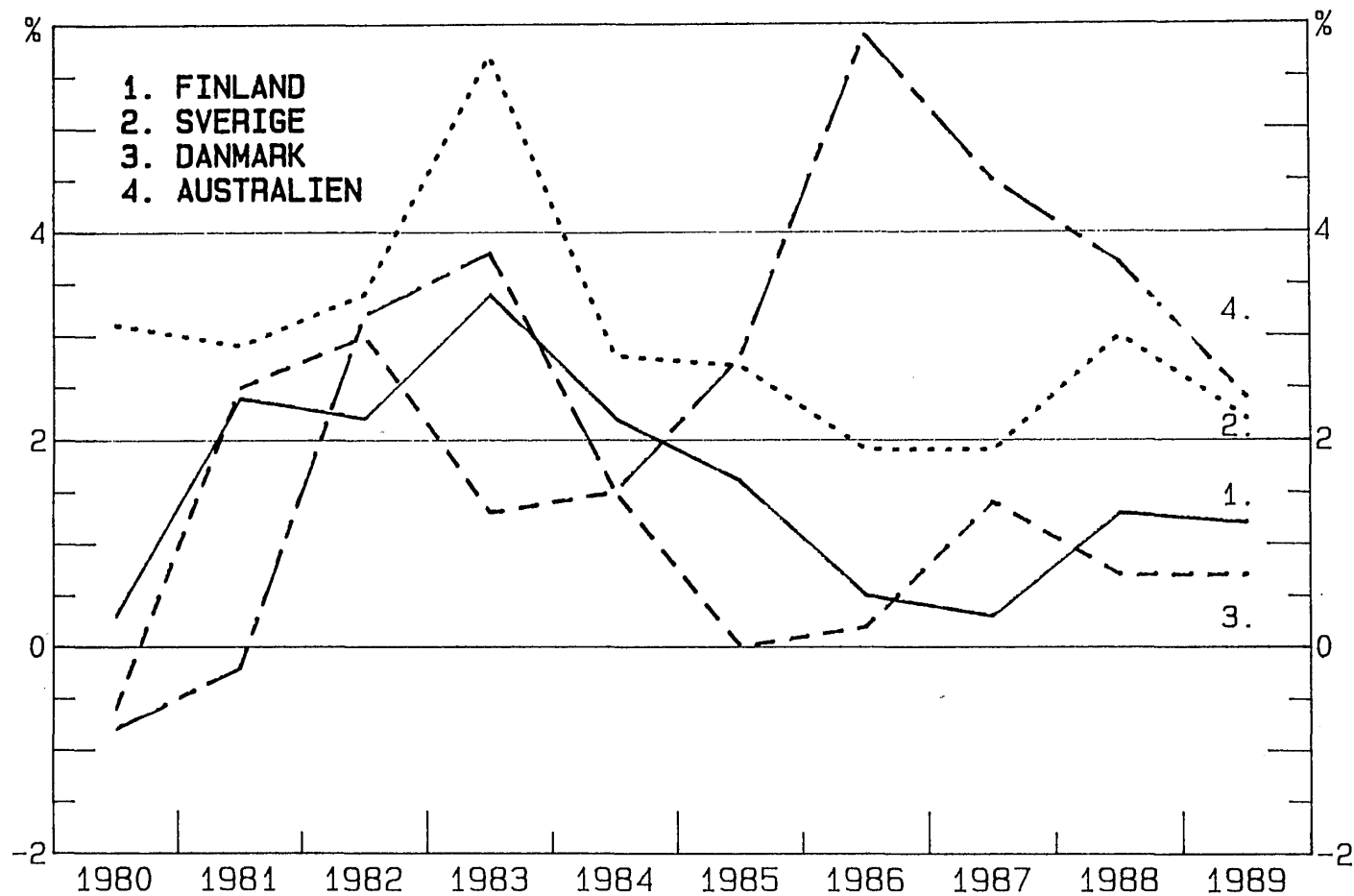
BYTESBALANS, % AV BNP



Källa: OECD

DIAGRAM 9

RELATIV INFLATION (1)

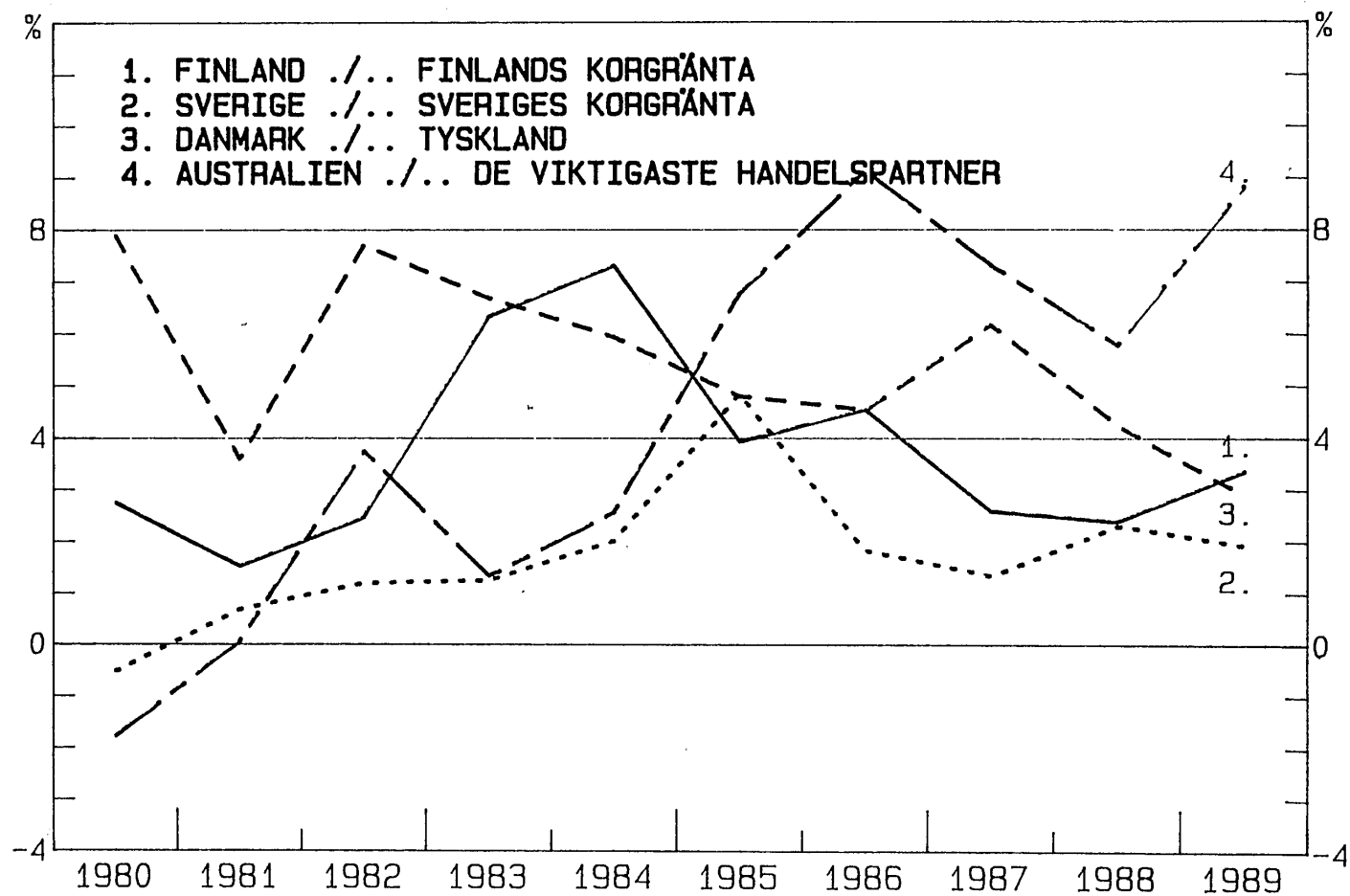


(1) KONSUMENTPRISERNA I FÖRHÅLLANDE TILL GENOMSNITTET I OECD,
SKILLNADEN I PROCENTENHETER

Källa: OECD och egna beräkningar

DIAGRAM 10

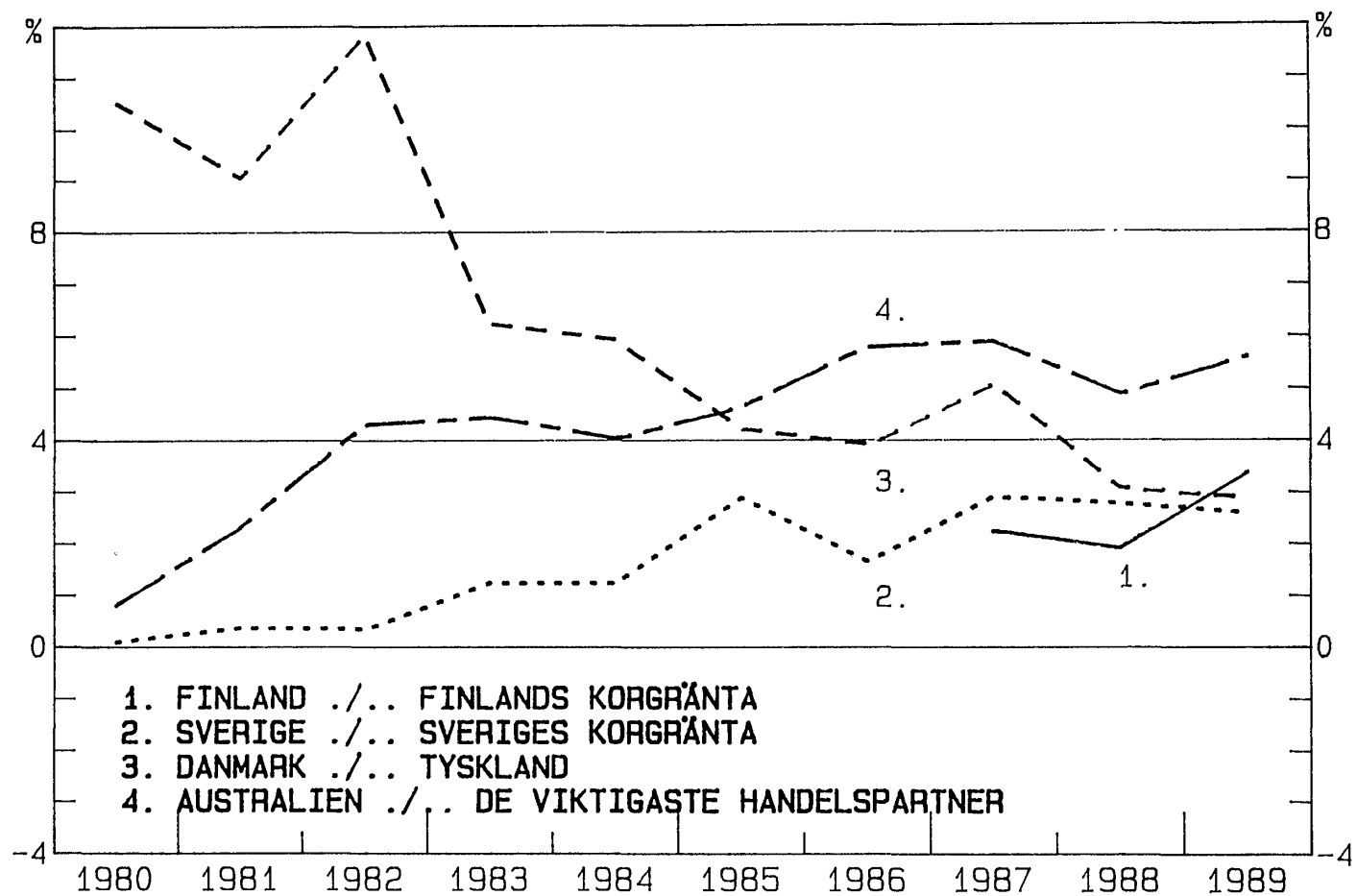
RÄNTEDIFFERENSER, KORTA RÄNTAN



Källa: IMF och egna beräkningar

DIAGRAM 11

RÄNTEDIFFERENSER, LÅNGA RÄNTAN



Källa: OECD och egna beräkningar

TABELL 1

CENTRALA EKONOMISKA INDIKATORER

| | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 |
|--------------------------------------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| BNP, förändring i % | | | | | | | | | | |
| Finland | 5.3 | 1.6 | 3.6 | 3.0 | 3.1 | 3.3 | 2.8 | 3.3 | 5.2 | 5.0 |
| Sverige | 1.4 | 0.0 | 1.1 | 1.8 | 4.0 | 2.2 | 2.3 | 2.9 | 2.3 | 2.1 |
| Danmark | -0.4 | -0.9 | 3.0 | 2.5 | 4.4 | 4.3 | 3.6 | -0.6 | -0.2 | 1.1 |
| Australien | 2.4 | 3.2 | -0.3 | 0.5 | 7.5 | 5.3 | 2.0 | 4.0 | 3.6 | 4.9 |
| INDUSTRIPRODUKTION | | | | | | | | | | |
| förändring i % | | | | | | | | | | |
| Finland | 7.7 | 2.6 | 1.0 | 3.4 | 4.4 | 3.9 | 1.6 | 5.2 | 3.9 | 3.1 |
| Sverige | 0.2 | -3.1 | -2.6 | 4.1 | 8.0 | 2.1 | 0.0 | 2.3 | 1.9 | 2.8 |
| Danmark | 0.0 | 0.0 | 2.5 | 3.3 | 11.1 | 3.6 | 7.6 | -3.2 | 2.0 | 2.6 |
| Australien | 0.5 | 2.2 | -5.5 | -5.1 | 6.8 | 3.8 | 1.2 | 0.8 | 3.2 | 5.4 |
| BYTESBALANS, % av BNP | | | | | | | | | | |
| Finland | -2.7 | -0.8 | -1.6 | -1.9 | 0.0 | -1.3 | -1.1 | -2.0 | -2.6 | -4.4 |
| Sverige | -3.5 | -2.6 | -3.6 | -1.1 | 0.2 | -1.7 | 0.1 | -0.7 | -1.2 | -2.6 |
| Danmark | -3.7 | -3.2 | -4.0 | -2.1 | -3.0 | -4.6 | -5.5 | -2.9 | -1.6 | -1.3 |
| Australien | -2.8 | -4.9 | -5.0 | -3.7 | -4.8 | -5.7 | -5.6 | -4.1 | -4.0 | -5.6 |
| INFLATION, % | | | | | | | | | | |
| Finland | 11.6 | 11.9 | 9.4 | 8.9 | 7.1 | 5.9 | 3.2 | 3.7 | 4.6 | 5.5 |
| Sverige | 14.4 | 12.4 | 10.6 | 11.2 | 7.7 | 7.0 | 4.6 | 5.3 | 6.3 | 6.5 |
| Danmark | 10.7 | 12.0 | 10.2 | 6.8 | 6.4 | 4.3 | 2.9 | 4.8 | 4.0 | 5.0 |
| Australien | 10.5 | 9.3 | 10.4 | 9.3 | 6.4 | 7.1 | 8.6 | 7.9 | 7.0 | 6.7 |
| ARBETSLÖSHET, % | | | | | | | | | | |
| Finland | 4.7 | 4.9 | 5.4 | 5.4 | 5.2 | 5.0 | 5.4 | 5.1 | 4.6 | 3.5 |
| Sverige | 1.6 | 2.1 | 2.6 | 2.9 | 2.6 | 2.4 | 2.2 | 1.9 | 1.6 | 1.4 |
| Danmark | 7.0 | 9.2 | 9.8 | 10.4 | 10.1 | 9.0 | 7.8 | 7.8 | 8.6 | 9.3 |
| Australien | 6.0 | 5.7 | 7.1 | 9.9 | 8.9 | 8.2 | 8.0 | 6.0 | 7.1 | 6.1 |
| PRODKTIVA INVESTERINGAR | | | | | | | | | | |
| förändring i % | | | | | | | | | | |
| Finland | 14.7 | 4.5 | 2.8 | 6.3 | -1.8 | 5.7 | 2.9 | 6.6 | 9.9 | 12.4 |
| Sverige | 8.3 | -6.8 | 1.5 | 3.8 | 7.6 | 12.3 | 2.5 | 7.0 | 5.9 | 11.4 |
| Danmark | -9.6 | -16.5 | 19.9 | 2.7 | 12.1 | 18.9 | 18.8 | -9.3 | -5.6 | 0.5 |
| Australien | 5.0 | 16.4 | 2.4 | -9.4 | 4.7 | 13.4 | -1.6 | 5.8 | 9.1 | 11.7 |
| OFFENTLIGA UTGIFTER, % av BNP | | | | | | | | | | |
| Finland | 36.6 | 37.5 | 39.1 | 40.3 | 39.8 | 41.6 | 42.2 | 42.2 | 40.2 | |
| Sverige | 61.3 | 63.9 | 66.0 | 65.8 | 63.2 | 64.3 | 62.6 | 59.0 | | |
| Danmark | 56.2 | 59.8 | 61.2 | 61.6 | 60.3 | 59.3 | 55.7 | 57.6 | 60.2 | |
| Australien | 33.8 | 34.6 | 37.1 | 37.6 | 38.7 | 38.8 | 38.6 | 36.4 | 34.5 | |
| BUDGETÖVERSKOTT (+), % av BNP | | | | | | | | | | |
| Finland | +0.3 | +1.2 | -0.6 | -1.7 | +0.4 | +0.1 | +0.8 | -1.2 | +1.4 | +2.7 |
| Sverige | -4.0 | -5.3 | -7.0 | -5.0 | -2.9 | -3.9 | -1.3 | +4.2 | +3.4 | +5.3 |
| Danmark | -3.3 | -6.9 | -9.1 | -7.2 | -4.1 | -2.0 | +3.4 | +2.5 | +0.3 | -0.4 |
| Australien | -1.9 | -1.2 | -1.0 | -4.5 | -4.0 | -3.3 | -3.0 | -1.1 | +0.7 | +1.2 |

Källa: OECD

FINLANDS BANKS DISKUSSIONSUNDERLAG

ISSN 0785-3572

- 1/90 JUHA TARKKA - ALPO WILLMAN Financial markets in the BOF4 model of the Finnish economy. 1990. 57 s. (ISBN 951-686-234-9)
- 2/90 JUHA TARKKA - HANNA-LEENA MÄNNISTÖ - ALPO WILLMAN Macroeconomic foundations and simulation properties of the BOF4 quarterly model of the Finnish economy. 1990. 57 s. (ISBN 951-686-235-7)
- 3/90 PETER BIRCH SÖRENSEN Tax harmonization in the European Community: problems and prospects. 1990. 70 s. (ISBN 951-686-238-1)
- 4/90 PETER BIRCH SÖRENSEN Issues in the theory of international tax coordination. 1990. 83 s. (ISBN 951-686-239-X)
- 5/90 ESKO AURIKKO Floating exchange rates and capital mobility. 1990. 25 s. (ISBN 951-686-242-X)
- 6/90 PERTTI HAAPARANTA - TARJA HEINONEN Re-opening of banks' certificates of deposit market. 1990. 16 s. (ISBN 951-686-244-6)
- 7/90 JUHA TARKKA - ALPO WILLMAN Income distribution and government finances in the BOF4 model of the Finnish economy. 1990. 46 s. (ISBN 951-686-246-2)
- 8/80 CAMILLA GUSTAVSSON Taxation of personal interest income in 18 OECD countries. 1990. 54 s. (ISBN 951-686-247-0)
- 9/90 PERTTI HAAPARANTA Whether to join EMS or not: signalling and the membership. 1990. 17 s. (ISBN 951-686-249-7)
- 10/90 TOM KOKKOLA Kontantpenningefterfrågan, betalningsmedel och teknisk utveckling. 1990. 96 s. (ISBN 951-686-250-0)
- 11/90 ERKKI KOSKELA - MATTI VIRÉN Monetary policy reaction functions and saving-investment correlations: some cross-country evidence. 1990. 24 s. (ISBN 951-686-251-9)
- 12/90 ERKKI KOSKELA - MATTI VIRÉN Government size and economic growth: some evidence from a market price approach. 1990. 21 s. (ISBN 951-686-252-7)
- 13/90 ESA JOKIVUOLLE Prissättning av finska Fox-indexoptioner med hjälp av Monte Carlo-simulation. 1990. 107 s. På finska. (ISBN 951-686-253-5)
- 14/90 JUHANA HUKKINEN Finlands exportframgång på den sovjetiska marknaden 1970 - 1986. 1990. 76 s. På finska. (ISBN 951-686-254-3)
- 15/90 MATTI VIRÉN An analysis of advance effects of anticipated policy actions: recent results with the finnish micro-QMED model. 1990. 24 s. (ISBN 951-686-255-1)

- 16/90 ERKKI KOSKELA Inhemskt sparande, finansmarknaden och skattepolitiken. 1990. 29 s. På finska. (ISBN 951-686-256-X)
- 17/90 MONICA AHLSTEDT Measuring the interest rate and exchange rate risk of a commercial bank's portfolio. 1990. 31 s. (ISBN 951-686-258-6)
- 18/90 MIKKO SPOLANDER De ekonomiska verkningarna av den europeiska integrationen; vad undersökningar visar. 1990. 66 s. På finska. (ISBN 951-686-259-4)
- 19/90 MATTI VIRÉN A note on Finnish property criminality. 1990. 20 s. (ISBN 951-686-260-8)
- 20/90 MATTI VIRÉN McKinnon's currency substitution hypothesis: some new evidence. 1990. 17 s. (ISBN 951-686-262-4)
- 21/90 MART SÖRG En strategi för utveckling av Estlands penningekonomi. 1990. 57 s. På finska. (ISBN 951-686-263-2)
- 22/90 MARKKU MALKAMÄKI - KIRSTI TANILA De elektroniska betalnings- och informationssystemens utveckling samt förändringar i betalningssätten. 1990. 43 s. På finska. (ISBN 951-686-264-0)
- 23/90 JOHNNY ÅKERHOLM - SIXTEN KORKMAN Sveriges växelkurspolitik i internationell belysning. 1990. 41 s. (ISBN 951-686-265-9)

