

LARS JONUNG:

# En valutareform för Estland brådskar

*Det är viktigt att skapa en institutionell ram som underlättar övergången från socialism till kapitalism i det forna Sovjetunionen. En central del i en sådan ram är en stabil valuta.*

*Professor Lars Jonung argumenterar för en estnisk-svensk sedelfond som ett sätt att åstadkomma en effektiv valutareform i Estland.*

*En starkt nedkortad version av artikeln har tidigare publicerats i Svenska Dagbladet.*

*Lars Jonung, professor vid Handelshögskolan i Stockholm, forskar kring penningpolitik och stabiliseringspolitik. Han publicerar nu tillsammans med två amerikanska ekonomer ett förslag till valutareform för Estland byggt på ett sedelfondssystem: "Monetary Reform for a Free Estonia. A Currency Board Solution". SNS-förlag.*

Estland står idag inför enorma ekonomiska och politiska svårigheter. Bristen på mat, energi och förnödenheter är stor. Mycket tyder på att situationen håller på att förvärras. Kunskapen om de spelregler och institutioner som krävs för en fungerande marknadsekonomi är rudimentär på alla nivåer. Risken är stor att de estniska myndigheterna vidtar desperata åtgärder som försvarar eller förlänger övergången till en marknadsekonomi. Biståndet från västländerna, inte minst från Sverige, är svårt att överföra på ett effektivt sätt i dagens ekonomiska kaos. På sikt är den dystra utvecklingen ett hot mot den spirande estniska demokratin.

Ett fundamentalt systemfel i dagens Estland är frånvaron av en trovärdig och fullständigt konvertibel valuta. Estland saknar ett penning- och banksystem som allmänheten har förtroende för. Inflationen är snabbt växande och har redan nått latinamerikanska dimensioner. En valutareform är den reform som det nya Estland måste genomföra med det snaraste. Den är en förutsättning för övriga steg mot marknadsekonomi och mot demokrati.

## Konvertibel valuta

En effektiv valutareform har en rad positiva konsekvenser. För det första skulle den ge s k extern konvertibilitet. Detta är det centrala villkoret för en meningsfull prisreform. Beslutsfattare i Estland får omedelbart möta de prisrelationer som råder på världsmarknaden. Dessa prissignaler är absolut nödvändiga som vägledning för den inhemska estniska ekonomin. I annat fall hotar färden mot marknadsekonomin att sluta halvvägs i stagnation.

För det andra skulle en framgångsrik valutareform medföra sk intern konvertibilitet, dvs den nya estniska valutan skulle fungera inom landet som allmänt accepterat betalningsmedel — något som inte är fallet med den nuvarande rubel-valutan. Osäkerheten om Estlands framtida valutasystem har de mest nedbrytande följder för närvarande. Producenterna håller tillbaka sin produktion på grund av

*Ett fundamentalt systemfel i dagens Estland är frånvaron av en trovärdig och fullständigt konvertibel valuta.*

förväntningarna om en framtida valutareform som skall ge dem betalt i en bättre och stabilare valuta än dagens. Konsumenterna å andra sidan försöker göra sig av med rubeln så fort som möjligt innan den sjunker ytterligare i värde. Grovt uttryckt: efterfrågan och priserna stiger samtidigt som utbudet sjunker. Byteshandel och bruket av utländska valutor sprider sig i denna inflationistiska miljö.

En effektiv valutareform medför att utbudet av varor och tjänster inom Estland ökar. Lagerhållning av bristvaror blir inte längre lönsam. Den inhemska varuproduktionen och varuutbytet ökar. Brister och köer försvinner snabbt. Detta är en erfarenhet som gjordes vid den valutareform som genomfördes i Västtyskland efter andra världskriget. Samma effekter skulle uppnås i dagens Estland.

Den historiska erfarenheten visar att det är svårt att göra lönsamhets- och investeringskalkyler under en hyperinflation. Följden blir kollaps för investeringsverksamheten. Privatisering och övergång till marknadsekonomi i Estland försvåras

när informationssystemet, i den kapitalistiska ekonomin, dvs prismetanismen, inte har en stabil monetär ram att verka inom.

För det tredje skulle Estland omedelbart kunna öppna sig mot omvärlden och engagera sig i världshandeln. Ett kapitalinflöde, dvs utländska investeringar, kommer till stånd med hjälp av en konvertibel valuta. Den finansiella sektorn i Estland, idag helt rudimenär, utvecklas snabbt med stöd av en konvertibel valuta.

För det fjärde skulle ett inflöde av utländska investeringar omedelbart motverka dagens tendenser till utvandring av arbetskraft. Om inte den ekonomiska tillväxten skjuter fart i Estland, kommer emigrationen att växa kraftigt. Detta ställer i sin tur krav på ett land som Sverige att öppna sina gränser för invandring från Estland.

För det femte bör upprättande av en konvertibel valuta betraktas som den centrala förutsättningen för framgångsrikt bistånd till Estland. Bistånd till ett Estland som saknar ett fungerande monetärt system riskerar att bli i det närmaste bortkastat och kan i värsta fall försvinna i det svarta hål som skapats av det sönderfallande socialistiska systemet. En sådan utveckling mot ineffektivt eller meningslöst bistånd skulle allvarligt undergräva omvärldens vilja att ge stöd till Estland.

Det finns också en moralisk sida av dagens snabba inflation och oreda inom penningssystemet i Estland. Detta system premierar spekulation, jobberi och olika former av asocialt eller kriminellt beteende. Risker är stor att övergången till marknadsekonomi och demokrati misskrediteras av valutakollapsen. Legitimiteten för den nya statens institutioner hotas

om det nya Estland inte kan etablera en stabil myntenhet.

### **Estnisk-svensk sedelfond**

Som varje nybliven nation måste Estland nu välja ett monetärt system. Detta är ett viktigt vägval eftersom det kommer att påverka landets framtida ekonomiska och därmed också dess politiska utveckling. Hur bör då Estlands kommande valutareform utformas?

Denna fråga har diskuterats livligt av ekonomer under senare tid. Tre alternativa lösningar har utkristalliserats: en sedelfond, en centralbank eller fri konkurrens mellan olika valutor. I det följande presenterar jag dessa tre alternativ med tonvikt på det första. (Resonemanget i det följande är naturligtvis av intresse även för övriga baltiska stater. Lettland och Litauen står nämligen idag inför samma ekonomiska och politiska svårigheter som Estland.)

Svenska nationalekonomer som Nils Lundgren och Ingemar Ståhl, liksom några av USAs främsta experter på penningpolitik, förespråkar upprättandet av en sedelfond, en s k currency board, för Estland. I ett sådant system finns ingen centralbank. Istället ger sedelfonden, i mån av efterfrågan, ut sedlar och mynt vilka är konvertibla till en fast kurs mot någon utländsk valuta. Fondens tillgångar består av utländska räntebärande värdepapper av hög kvalitet. Tillgångarna motsvarar till minst 100 procent värdet av fondens mynt och sedlar i cirkulation. Sedelfonden accepterar inte insättningar. Inkomsterna för fonden består av skillnaden mellan avkastningen på dess värdepappersin-

nehav och kostnaderna att upprätthålla dess sedlar och mynt i cirkulation.

En sedelfond har ingen möjlighet att bedriva traditionell penningpolitik. Den står fri från direkta politiska påtryckningar och fri från centralbanksbyråkraters ingripanden. Detta är den centrala poängen med sedelfondslösningen enligt dess förespråkare. Marknadskrafterna bestämmer helt och hållet penningutbudet. Trovärdigheten för sedelfondens valuta blir stor eftersom allmänheten anser sig ha garantier för dess fullständiga konvertibilitet gentemot den utländska reservvalutan till en fast växelkurs.

Historien är rik på exempel med framgångsrika "currency boards". Sedelfondssystemet har kunnat erbjuda en fullgod valuta även i en miljö präglad av krig och kris. Mer än sextio länder, framförallt tidigare brittiska kolonier, har använt sig av systemet. De ha kunnat bibehålla konvertibilitet till en konstant växelkurs. I ekonomier som använde fonder underlätades överföringen av investeringskapital. Dessa länder upplevde nämligen samma relativt låga ränte- och inflationsnivåer som registrerades i de länder till vilkas valutor de var knutna via fonderna.

De flesta kolonier etablerade efter den koloniala frigörelsen egna centralbanker vilka ersatte sedelfonderna. De nya centralbankerna skapade sedan som regel hög inflation. På några platser behölls sedelfonderna. Idag existerar de i snabbväxande ekonomier som Hongkong och Singapore, där de fortsätter att fungera med framgång.

### **Garanti från Sverige**

Den historiska erfarenheten visar att en sedelfond kan etableras på mycket kort

tid. En sedelfond kräver ett minimum av administration. Systemet har visat sig tillförlitligt i de länder där det används. En sedelfond utgör en snabb, enkel och tillförlitlig metod enligt dess förespråkare för att ge Estland en konvertibel valuta. Under nuvarande ekonomiska och politiska omständigheter är Estland troligen i behov av stöd från utlandet för att framgångsrikt kunna genomföra en trovärdig valutareform baserad på en sedelfond.

---

*Den estniska myntenheten skall sedan vara fullständigt konvertibel mot svenska kronor.*

---

En metod för att skapa den nödvändiga trovärdigheten vore ett samarbete mellan Sverige och Estland för att etablera en estnisk-svensk sedelfond. Sverige skulle då ställa resurser till förfogande för sedelfondens upprättande. Sedelfonden bör få ett grundkapital på förslagsvis 600 miljoner kronor som gåva från svensk sida. En del av beloppet kan ges som en garanti från svensk sida. (Beloppet är beräknat från statistik från penningssystemen i marknadsekonomier på samma utvecklingsnivå som Estland.) Estniska sedlar och mynt trycks till ett värde som maximalt motsvarar 600 miljoner svenska kronor.

Den nya estniska valutan, som således backas upp till 100 procent av fondens tillgångar, sätts i cirkulation genom att varje estnisk medborgare tilldelas ett visst belopp i estnisk valuta. I debatten har ett antal lösningar för att sätta den nya valutan i cirkulation föreslagits.

Den estniska myntenheten skall sedan vara fullständigt konvertibel mot svenska

kronor. Sedelfonden skall ha växlingskontor i Estland som svarar för ut- och in-  
växling av sedelfondens valuta. Sedelfonden med denna konstruktionen bör ledas av en styrelse med svenska och estniska representanter valda av respektive land. Ett sådan arrangemang skapar trovärdighet för den valuta som sedelfonden emitterar i Estland. Avkastningen på den estniska valutafondens värdepappersinnehav bör avsättas som bistånd till Estland.

Den finansiella åtagandet från svensk sida är klart och precist begränsat till 600 miljoner kronor. Det representerar grunden för det estniska valutasystemet. När detta väl kommit till stånd måste övriga reformer för marknadsekonomins införande följa. Vidare underlättas valutareformen av att Sverige öppnar sin ekonomi för estländsk export liksom Estlands öppnas. (En närmare beskrivning av hur en estnisk sedelfond kan etableras och hur den skulle fungera ges i en rapport från Steve Hanke, Lars Jonung och Kurt Schuler: "Monetary reform for a free Estonia. A currency board solution", under utgivning på SNS förlag.)

### **Fast växelkurs**

Kritiker av sedelfondslösningen accepterar i stort argumentet att en sedelfond ger en trovärdig och konvertibel valuta men framför samtidigt tre huvudinvändningar. Den första är att en sedelfond skulle skapa ett kolonialt förhållande mellan Estland och Sverige. Detta är dock en missvisande tolkning. Hongkong har via en sedelfondskonstruktion knutit sin valuta till den amerikanska. Detta har inte gjort Hongkong till en amerikansk koloni. Luxemburg är kopplat till Belgien i en

valutaunion utan att landet blivit en belgisk koloni.

En variant av denna kritik är frågan: Varför skall Estland som precis vunnit nationell självständighet ge upp en del av denna? Svaret från sedelfondsanhängare blir: Genom att avstå från sin penningpolitiska autonomi skapar Estland garantier för ekonomisk och politisk stabilitet.

Den andra invändningen är att sedelfonden krävar en "orealistisk" stor pris- och löneflexibilitet i Estland för att bli framgångsrik. Priser och löner i Estland är för närvarande helt felaktiga som ett resultat av den socialistiska planhushållningen. Ingen vet idag vilken nivå och vilken struktur på löner och priser som kommer att ge jämvikt i framtidens estniska ekonomi. Vad vi vet är att en prisreform måste komma till stånd. Att skjuta upp den och låta den dra ut på tiden vore ett misstag, även om den på kort sikt är socialt plågsam.

Fördelen med sedelfondsstrukturen är att den fungerar som ett ankare i form av en fast växelkurs som bidrar till anpassningen till de nya marknadspriserna. Sedelfonds-systemet förutsätter att den estniska ekonomin omedelbart öppnas mot omvärlden så att världsmarknadens prissystem kan "importeras". I detta jättesteg från socialism till kapitalism måste politiker och allmänhet i Estland acceptera stor rörlighet uppåt såväl som nedåt av priser och löner. En sådan tolerans är förutsättningen för varje typ av effektiv valutareform, inte bara för en sedelfonds-konstruktion.

Den tredje invändningen gäller finanspolitiken. En sedelfond lägger starka band på den estniska regeringens budgetpolitik eftersom möjligheten till inflatio-

nistisk finansiering av budgetunderskott via sedelpressen är stängd. Ett budgetunderskott kan därför bara täckas genom sedvanlig upplåning på kapitalmarknaden. Detta förhållande betraktas av sedelfondens förespråkare som en fördel med fondkonstruktionen — inte som en nackdel.

### **Elegant lösning**

Lösningen med en sedelfond bör jämföras med de två övriga alternativ som står till buds. Det ena är att etablera en estländsk centralbank som ger ut egna sedlar. Problemet med denna "traditionella" lösning är att en ny estnisk centralbank saknar trovärdighet. Den kan förväntas skapa hög inflation eftersom centralbanken kommer att vara utsatt för starkt politiskt tryck att finansiera tex statliga förlustbringande företag. Så är fallet i en rad östeuropeiska länder. Bristen på trovärdighet kommer då att driva upp priser och räntor i Estland.

Kritiker av en centralbank påpekar att Estland saknar de finansiella marknader och den kunskap som är förutsättningen för att bedriva centralbankspolitik. De sedvanliga riktmärkerna för penningpolitik i en marknadsekonomi som statistik över priser, produktion m m finns inte. En estnisk centralbank skulle bildligt talat ge sig ut i okänd terräng utan karta och kompass.

Under dessa omständigheter är risken stor att centralbanken och penningpolitiken blir ett destabiliserande element. Estland skulle lätt kunna hamna i en latinamerikansk situation med mycket hög inflation om landet får en egen centralbank med ett starkt politiskt inflytande över hastigheten på sedelpressen.

När den inhemska penningpolitiken ger upphov till hög inflation, brukar detta utlösa regleringar som valutaregleringar och importkontroller. En sådan utveckling skulle ytterligare undergräva trovärdigheten för den estniska valutan och allvarligt hota Estlands väg till marknads ekonomi. På sikt sätts den politiska legitimiteten för det nya Estland ifråga.

Trovärdighetsproblemet löses däremot elegant och omedelbart med en sedelfond. Sveriges riksbank har för övrigt sökt lösa sitt trovärdighetsproblem genom kopplingen av den svenska kronan till ecu:n under våren 1991. Det är samma resonemang som ligger bakom sedelfondens konstruktion där den estniska valutan kopplas till den svenska kronan, vilken i förhållande till den estniska valutan är mer trovärdig. I själva verket skulle en framtida koppling mellan den svenska valutan och det planerade europeiska centralbankssystemet få stora likheter med ett sedelfondssystem för Sverige. I realiteten blir då riksbanken i Stockholm ett växlingskontor på samma sätt som den estniska sedelfondens kontor i Tallinn skulle bli ett växlingskontor. En sedelfond för Estland skulle göra det möjligt för Estland att "hoppa över" det stadium som en nationell centralbank representerar och direkt knyta sin valuta till den europeiska.

Det andra alternativet till en sedelfond är att officiellt tillåta utländska valutor som dollarn, den svenska kronan och den finska marken som redan idag används i Estland att bli betalningsmedel och värdebevarare i det framtida Estland. (Köp och försäljning av fastigheter, bilar och större kapitalvaror genomförs redan nu i Estland huvudsakligen med utländska valutor.) En sådan lösning representerar dock en omvänd form av u-hjälp. Ett fattigt land som Estland måste exportera varor för att kunna köpa utländska sedlar och använda dem inom landet. En estnisk-svensk sedelfond innebär istället att Estland utnyttjar sina egna sedlar i den inhemska cirkulationen utan att behöva importera utländsk valuta eftersom fonden baseras på en gåva från Sverige.

Det finns ingen "optimal" plan för övergången från socialism till kapitalism. Vi vet emellertid att det är viktigt att skapa en institutionell ram som underlättar processen. En valutareform utgör ett centralt och brådskande element i denna ram. Valutareformen kan konstrueras på olika vis. Här finns ett unikt tillfälle för en konstruktiv biståndsinsats från Sveriges och andras västländers sida för att snabbt dra upp Estland och dess grannar ur ruinerna av Sovjet-systemet och ge Baltikum ekonomisk och politisk stabilitet.