

Växelkursfrågan

Redaktören för Ekonomisk Debatt har erbjudit mig plats för ett inlägg med anledning av att tidskriften i översättning infört en artikel från år 1969 där professor Harry G Johnson framför argumenten för flexibla växelkurser. [Johnson 1970.] Jag beslöt acceptera erbjudandet sedan jag gått i pension från tjänst i riksbanken, särskilt som redaktören lämnade mig frihet att mer eller mindre löst anknyta till professor Johnsons artikel. Jag skriver självfallet inte som talesman för bankofullmäktige eller riksbanksledningen utan som intresserad lekman.

Det är ej särskilt lockande att kommentera professor Johnsons artikel. Han säger själv att hans resonemang på grund av det begränsade utrymmet föres "på allmän och principiell nivå, med ett minimum av tekniska detaljer och komplikationer". Att han lyckats i denna försats är otvivelaktigt. Det är knappt han nämner efterkrigstidens viktigaste samarbetsorgan på det monetära området, Internationella valutafonden (IMF), vid namn, långt mindre anger han, var i hans idévärld IMF eventuellt får en plats. Han skildrar dock i korthet IMF-systemet i vad rör växelkurser, bl a i samband med den amerikanska administrationens intresse för reformer.

SVEN JOGE var till helt nyligen vice riksbankschef och har under några år varit närmast ansvarig för den svenska valutapolitiken. Han har även verkat som rådgivare vid uppbyggande av penningväsendet i flera länder.

Hur fasta växelkurser?

Professor Johnson är vänlig nog att till en början själv formulera argumenten för fasta växelkurser; dessa måste enligt hans uppgift formuleras "eftersom något logiskt resonerande försvar sällan har framförts". Han skildrar avsedda effekter av fasta växelkurser i ett läge, som erinrar om visionen i Werner-rapporten från oktober 1970 av det eftersträlvade slutmålet för den ekonomiska och monetära unionen mellan EG-länderna. Det är emellertid att märka, att den internationella avstämning av växelkurspolitiken, som faller inom ramen för Bretton Woods-systemet från år 1944 och som kodifierats i IMFs stadga, har mycket blygsammare ambitioner. Den var avsedd som en en-världslösning, som redan från början och sedan under längre tid visat sig realistisk, även om den nu av många anses behöva reformeras.

Exekutivdirektörerna i IMF har i en rapport [IMF 1970] sökt sammanfatta och kommentera medlemsländernas rättigheter och skyldigheter beträffande växelkurspolitiken. Växelkursändringar i konkurrenssyfte skall undvikas (stadgans artikel IV, § 4 a), medan medlemsland har rätt att genom växelkursändring söka fullfölja legitima målsättningar för sin inhemska politik. Vilka dessa legitima målsättningar är kan mera allmänt utläsas ur IMF-stadgan. IMF torde hittills aldrig ha öppet motsatt sig en växelkursändring. Den amerikanske finansministern, Secretary Shultz, uppgav i sitt offentliga meddelande den 12 februari 1973 rörande den planerade amerikanska devalveringen med omkring 10 procent, att man från amerikansk sida avsåg att i detta sammanhang i IMF stöda växel-

kursändringar som syntes berättigade på grund av aktuella eller sannolika betalningsbalansunderskott, men ämnade rösta mot oberättigade ändringar. Han underströk sålunda, till och med på ett ovanligt tydligt sätt, det starka intresse som länder kan ha av andra länders växelkurspolitik.

Det är inte lätt att av artikeln få klarhet i vilken grad av rörlighet som professor Johnson vill rekommendera. Han tycks inte riktigt tro på möjligheten av ett tillstånd med fullt rörliga växelkurser, även om de automatiskt garanterar den yttre balansen. Han utesluter sålunda inte möjligheten att de nationella valutamyndigheterna ingriper på valutamarknaderna. Han tycks därvid syfta på ingrepp som förutsätter bruk av valutareserver av något slag, även om han inte kan neka sig nöjet att ifrågasätta myndigheternas förmåga att i duglighet tävla med privata valutaspekulanter.

En ännu mycket större inskränkning i arbetsområdet för rörliga kurser gör han på sid 167 där han vill undanta "många små och relativt snävt specialiserade länder". De hänvisas till att göra sin valuta konvertibel till ett fast pris i något större lands valuta. Begreppet bananrepublik exemplifierar vilka länder han menar. Eftersom han samtidigt uttalar förmodan att dessa länder omfattar flertalet länder, är glosan ej särskilt upplysande. Hör Indien och Pakistan till denna svagare kategori? Många av dessa länder torde betacka sig för tanken att valutamässigt göra sig helt beroende av den monetära utvecklingen i ett starkare land genom ett system, som genom sin stelhets tycks påminna om currency board-arrangemang i dess mest primitiva form, med hundraprocentig eller näst intill hundraprocentig sedeltäckning genom behållning av ett starkare lands valuta. De flesta starkare länder är för övrigt säkert ointresserade av ett sådant arrangemang.

Redan ett ytligt skärskådande av uppslaget ger anledning till åtskilliga frågor. Skall det tex inte finnas någon kategori mellan länder med mycket eller rentav fullt rörliga växelkurser och svaga länder, som främst prioriterar den yttre balansen i sin ekonomiska politik? Det lönar sig dock knappast att söka utforska

vad professor Johnson kan ha tänkt sig; det verkar vara fråga om en idéskiss på ett mycket uttunnat plan. Att ändå ett ögonblick stanna upp inför hans skiss kan vara motiverat med tanke på den avskräckande bild av den troliga samarbetsnivån i världen, som hans skiss förmedlar.¹

Litteraturen

Litteraturen för och emot rörliga växelkurser är ju oerhört omfångsrik, även om man med ett raskt grepp begränsar sig till tiden efter 1958, då flertalet industriländer införde yttre konvertibilitet för sina valutor. Överläggningar och studier bland ämbetsmän och i internationella organ har varit talrika. IMF:s tjänstemän har under denna tid utarbetat ett trettiotal delstudier i ämnet, de flesta under senare år. Exekutivdirektörerna i samarbete med IMF:s tjänstemän har bl a offentliggjort den omfattande studie rörande valutakursernas roll, som jag tidigare återopade. [IMF 1970.]

Ett reformarbete gällande valutasystemet kan sägas pågå nästan kontinuerligt, inom ramen för arbetet i IMF. Det senast avslutade, mera intensiva reformarbetet ägde dock framför allt rum utanför IMF, nämligen inom den sk 10-gruppen. Där pågick arbetet från hösten 1963 fram till säg mötet med 10-gruppens ministerråd i Stockholm i mars 1968. Ministrarna och centralbankscheferna uttalade redan i sin kommuniké från det konstituerande mötet den 2 oktober 1963, att betalningssystemet med fasta växelkurser och ett fastställt pris på (monetärt) guld hade visat sitt värde som grundval för samtida och kommande (betalnings-)arrangemang. Deras ställföreträdare ansåg det emellertid från början nödvändigt att närmare motivera behovet av fasta växelkurser. Den utredning och diskussion, som ägde rum med anledning härav, var väl inte alltför djuplodande. Det fanns på denna punkt knappast några delade meningar inom ställ-

¹ Professor Johnson har senare skrivit en artikel i ämnet, som enligt min mening är mycket mera världstillvänd och som jag därför haft större möjlighet att läsa med behållning. [Johnson 1972.]

företrädargruppen. På förslag av sekretariatet ansåg man sig emellertid kunna konstatera, att det inte fanns några lätt-tillgängliga mekaniska anordningar, som skulle tillåta 10-gruppens länder att kringgå behovet att utveckla konkreta samarbetsmetoder för att främja stabilitet och motverka obalanser. Denna slutsats har enligt mångas mening även i dag full giltighet.

Ungefär samtidigt kunde emellertid ställföreträdargruppens medlemmar få tillgång till handlingarna från en debatt inför ett amerikanskt kongressutskott [Hearings 1963] beträffande rörliga växelkurser mellan professorerna Milton Friedman, Ervin P. Hexner och Henry C. Wallich.² Debatten som baserades på skriftliga inlägg av dessa professorer och som sedan fullföljdes genom att de muntligen utfrågades och konfronterades inför utskottet, är enligt min mening så upplyssande, att den fortfarande kan läsas med stor behållning.

Erfarenheterna från hösten 1971

Det tjänar inte mycket till att söka dra fram alla argument för och emot rörliga växelkurser som påträffas vid ett ordnärt energiskt studium av litteratur och diskussioner. I fortsättningen av detta inlägg avser jag att söka redovisa erfarenheter från den allmänna float,³ som vi hade i industriländerna från mitten av augusti till slutet av december 1971. Jag ämnar vidare ta upp några i mitt tycke viktiga argument i frågan, särskilt om jag tror mig kunna bidra med egna erfarenheter. Slutligen vill jag säga några ord om vad som kan ha lett till det tillstånd som när detta skrives (förra delen av mars månad) gör uttalanden om valutakursutvecklingen särskilt vanskliga.

I ett budskap den 15 augusti 1971 meddelade president Nixon, att dollarns konvertibilitet i guld för monetära transaktioner upphävdes även formellt och att en importskatt på 10 procent infördes i USA. Detta ledde till att paritetskurserna suspenderades även i andra industriländer. Både inom IMF och OECDs arbetsutskott nr 3 gjordes beräkningar över behövliga kursanpassningar för större industriländers valutor. Ländernas sannolika betalningsbalans-

läge vid hög sysselsättning uppskattades; självfallet sökte man också beakta den inbördes påverkan av en kursanpassning. Man sökte sålunda komma fram till effektiva kurslägen för olika länder, dvs kurser baserade på paritetsläget mot andra valutor vägt med hänsyn till framför allt handeln. Efter intensiva förhandlingar framför allt inom 10-gruppen nådde man den 18 december 1971 en uppgörelse om kursanpassning, den s k Smithsonian Agreement. Man återgick till fasta kurslägen, låt vara att de länder som ändrade sina paritetskurser nästan alla kallade den nya pariteten för riktkurs. Genomgående begagnade man också detta tillfälle att tillåta ökade kurssvängningar kring paritetsläget. Den amerikanska importskatten avskaffades.

Dessa fyra höstmånader är den enda period av allmän float för viktigare valutor, som vi haft under modern tid. De praktiska erfarenheterna från perioden bör därför vara av stort intresse. Jag har valt att begagna ett par källor, som jag kan mer eller mindre direkt citera.

Dr Emminger, Vize-Präsident i Deutsche Bundesbank, är sedan länge en centralfigur i det internationella monetära samarbetet. Han är ordförande i OECDs viktiga samarbetsorgan Working Party 3 och var under flera år ordförande bland 10-gruppens ställföreträdare. Han har behandlat erfarenheter från de två första månaderna av ovannämnda float i ett bidrag till en festskrift för förra centralbankschefen i Österrike Kamitz. [Emminger 1972.] Han säger sig där vara

² Professor Friedman talade för rörliga kurser med sedvanlig trosnivå glöd. Professorerna Hexner och Wallich var närmast motståndare till rörliga kurser. Hexner redovisade utförligt diskussionerna i frågan i samband med IMF:s tillblivelse och sedan under dess verksamhet. Han hänvisade till att alla regimer med rörliga kurser under 1946—63 verkat under en monetär världsordning, där de största industriländerna arbetat med fasta växelkurser. — Professordiskussionen hettade ibland till. Sålunda Wallich (sid 519): "We did this once before in 1930. We did not go on a flexible rate then. We passed the Smoot-Hawley tariff which had very much the same effect. We let the world go hang."

³ Jag föredrar den engelska termen framför den svenska översättningen flyt eller flytning, som alltför mycket kan likna en medicinsk glosa.

skeptisk till tanken, att enbart fria marknadskrafter skulle åstadkomma den erforderliga totala ändringen av förhållandet mellan dollarn och andra valutor och en realistisk ny växelkursstruktur mellan dessa andra valutor. Han åberopar två skäl. För det första har nyligen gjord erfarenhet visat, att de flesta länder är ovilliga att acceptera resultatet av fria marknadskrafter. Bl a heter det i artikeln:

"Resultatet i stort av "flytande kurser" sedan den 15 augusti har hittills (oktober 1971) blivit en förhållandevis måttlig genomsnittlig ändring av växelkurserna mellan dollarn och de andra större valutorna. Dessutom har resultatet blivit mycket ojämnt. Några valutor, såsom tyska marken, har pressats upp alldeles för högt, emedan i detta fall marknadskrafterna släppts förhållandevis fria och även emedan den tyska marken har varit ett mål som föredragits för förtroendebebyggade kapitalrörelser från dollarn. Andra starka valutor har med alla slags anordningar hindrats från att alls stiga i förhållande till dollarn, såsom den franska francen, eller från att stiga till sitt verkliga marknadsvärde såsom i fråga om den japanska yenen. Det därigenom uppkomna växelkursmönstret är mycket förvrängt — — —".

För det andra kan enligt Emminger marknadskrafterna, även när de inte direkt omintetgörs genom kontroller och restriktioner, påverkas och förvrängas av temporära faktorer.

En mera systematisk genomgång av erfarenheterna från hela float-perioden har vi fått i Per Jacobsson Lectures den 24 september 1972. Professor Wallich hade då före sin föreläsning skriftligen redovisat de erfarenheter från float-perioden, som han samlat. [Wallich 1972.] Under föreläsningen presenterade han och kompletterade denna text. Jag skulle göra hans försiktiga redovisning orätt om jag här i korthet sökte referera och sammanfatta den. Från den muntliga presentationen kan jag dock citera hans egen sammanfattning i skärpta ordalag i den utsända mötesredovisningen: "In my opinion, which is controverted by many, the floating period of 1971 was an unmitigated disaster" (var 1971 års float-period en helguten olycka, sid 46). Hans två i förväg vidtalade kommentarer var Mr Morse, som strax därefter blev vald till ordförande bland 20-kom-

mitténs ställföreträdare, och Mr Patel, en indisk ekonom. Morse uttryckte sig relativt försiktigt (han var säkert fullt medveten om de svårigheter, som skulle möta honom vid kommande reformförhandlingar) men framhöll bl a, att världen ännu ej lärt sig att undertrycka önskan att upprätthålla kurser mot omvärlden, som innebär en undervärdering av den egna valutan (sid 56). Mr Patel var inne på samma linje. För honom var den viktigaste lärdomen från 1971 beträffande växelkurspolitik, att vi nästan omärkligt kommit in i ett skede, där depreciering i konkurrenssyfte än en gång är en verklig fara som man måste se upp för (sid 66).

Det internationella samarbetet

Efterkrigstiden har varit en samarbetsperiod på det monetära området. Västvärldens samarbete har främst koncentrerats till IMF med dess informationsutbyte och kreditutväxling. Mera regionalt samarbete har ägt rum bl a inom Parisorganisationens ram. De 7 största industriländerna jämte Belgien, Holland och Sverige träffade i början av 60-talet med IMF det s k GAB-avtalet, varigenom de förband sig att vid behov förstärka IMF:s resurser med mycket betydande belopp. Dessa länder bildade den s k 10-gruppen med Schweiz som observatör. Som jag redan antytt satsade man från början på att utveckla samarbetsmetoderna mellan 10-gruppens länder. Bl a organiserade man en övervakning av det sätt, på vilket underskott och överskott i betalningsbalanserna finansieras i de största industriländerna. För att möjliggöra denna granskning insamlas och sammanställes månadsvis monetära data från 10-gruppens länder genom försorg av Baselbanken (BIS). Tabellerna visar bl a utvecklingen månadsvis av centralbankernas monetära reserver, med valutabehållningarna uppdelade på innehav av dollar och andra valutor. Utvecklingen redovisas och kommenteras vid möten i Basel varje månad mellan centralbankschefer och mellan deras valutaexperter. Det förtroende som växt fram under årens lopp gör att även mycket förtroliga upplysningar kan utväxlas. Försiktiga sonderingar kanske rentav är

möjliga när det gäller det utrymme för kursändring, som ett land i behov därav kan få utan motåtgärder från andra länder.

Inom OECDs ekonomisk-politiska kommitté kan medlemsländernas representanter vid periodiska möten utbyta informationer om den ekonomiska utvecklingen särskilt i större industriländer och diskutera betalningsprognoser uppjorda inom sekretariatet. Bedömningarna kan beträffande enskilda större länder fördjupas vid förtroliga diskussioner inom kommitténs omtalade arbetsutskott nr 3 (WP 3), som omfattar representanter för i stort sett samma länder som 10-gruppen. Man söker förutsäga den sannolika betalningsbalansutvecklingen och bedöma hur mycket som kan bero av relativa konjunkturlägen i olika länder. Jämförelse kan göras mellan viktigare industriländers betalningsbalansmål eller åtminstone deras förutsägelser, så att man kan bilda sig en viss uppfattning om möjligheterna att de realiserar.

Det står utom allt tvivel, att det förtroliga informationsnät, som tålmodigt byggts upp och utvecklats, visat sig betydelsefullt och att tillgången till snabba och pålitliga besked vid internationella kontakter mellan tjänstemän i ansvarig ställning gett en känsla av trygghet i krissituationer.

Det fattas däremot inte exempel på hur *vid floats* en valuta genom spekulationer och andra marknadsoperationer drivs bortom ett jämviktsläge för normala transaktioner. D-marken lämnade ett exempel vid 1971 års float. Schweizerfrancs tycks nu genom kapitaltransaktioner drivas upp i ett läge som bereder svårigheter för exportindustrin. Långsiktstendenser och korttidstrend kan skära sig ordentligt, vilket US dollar sannolikt är ett gott exempel på. Det kan vara frestande att erinra om skrivierna av den outröttlige dr Paul Einzig, som otvivelaktigt under ett långt liv som finansiell journalist förskaffat sig utmärkta praktiska kunskaper om bl a den engelska valutamarknaden. Dr Einzig ifrågasätter rentav om man kan tala om något egentligt jämviktsläge för utrikeshandel genom marknads krafternas fria spel, eftersom valutamarknaden är sammansatt av så många olika betalningstransaktio-

ner, för handel, för kapitalrörelser för olika ändamål, terminsaffärer osv. [Einzig 1970.]

I alla händelser är det lätt att instämma i professor Wallichs skeptiska reflektion redan under förenämnda professorsdiskussion 1963: det är inte tillräckligt troligt att spekulanter inte gör misstag, för att man skulle vilja basera världens monetära system på spekulationsens stabiliserande effekter. [Hearings 1963, sid 497.]

Under den nu aktuella valutakrisen har talet om spekulering och spekulanter stått i förgrunden. Deras roll har ofta överskattats och missförstått. En kort genomgång av några parter på valutamarknaden kan därför vara befogad.

Centralbankerna

Det talas ofta om de ofantliga eurolarlarmedel, som sägs flyta omkring. Som bankdirektör Thunholm nyligen påpekat är dock en betydande del av dessa medel bundna genom utlåning. I och för sig räcker återstoden väl till för att åstadkomma svårigheter. Den största behållningen av korttidsplacerade och därmed i princip lätt lösgörbara valutabehållningar av framför allt dollar har dock numera centralbankerna och andra monetära myndigheter. Dessa dollarbehållningar har ökat på ett fenomenalt sätt, framför allt genom kapitalrörelser under 1971—73. Vid utgången av år 1968 uppgick de kortfristiga dollartillgodohavandena för centralbankerna i de 8 länder (inkl Schweiz) som bildar den europeiska delen av 10-gruppen, till omkring sex miljarder dollar. Det har meddelats, att Deutsche Bundesbank fick köpa ungefär samma belopp under sju arbetsdagar i början av februari i år. Bundesbank och den japanska centralbanken har vardera mycket större dollarbelopp än hela 10-gruppens (exkl USA) centralbanker innehade vid 1968 års slut.

Med nuvarande grad av internationellt samarbete uppfattas det som självklart, att 10-gruppens centralbanker inte av avkastningsskäl skall direkt öka sina eurolollarplaceringar (de flesta har överhuvud ej sådana placeringar) och att de skall vara försiktiga med att tillåta slussning dit av medel via affärsbankerna.

Omplacering av någon väsentlig del av deras dollarbehållningar till andra valutor får anses utesluten även i en kris-situation. När president Nixon den 15 augusti 1971 upphävde möjligheten för utländska monetära myndigheter att omväxla dollartillgodohavanden i guld, var det för flertalet centralbanker i 10-gruppen knappast mera än en mindre skärpning av vad som iakttagits sedan mars 1968 för att inte betalningssystemet skulle sättas i gungning. Professor Johnson uppger att det var ett brittiskt krav på guldkonvertering av ett betydande dollarbelopp som särskilt bidrog till att utlösa den amerikanska åtgärden. [Johnson 1972.] Är denna uppgift riktig, redovisar den ett undantag från samarbetsregeln.

Det är självfallet, att tredje länders centralbanker i mera avlägsna områden, t ex i Mellersta Östern, inte känner samma ansvar för betalningssystemets funktion som 10-gruppens centralbanker, eftersom de endast i ringa mån deltar i beslut om betalningssystemets tillämpning och ännu mindre i politiska beslut om dess utformning. Att döma av erfarenheterna från min tid som ledamot i currency boards⁴ först i Sudan och sedan under 60-talet i Kuwait tvivlar jag emellertid på att myndigheterna i Mellersta Östern fullgör någon uppgift som spekulanter, som utnyttjar möjligheterna till korttidsförtjänster på valutaområdet. Ett bestående intryck är hur handikappade sådana myndigheter är informationsmässigt. Både avstånd, därav följande tidsskillnad och arbetsförhållanden på grund av klimat och tradition gör det svårt att följa vad som händer på exempelvis Londonmarknaden. Myndigheterna uppvaktas av representanter för schweiziska banker, som råder dem att köpa guld, och dessa och andra affärsbanksrepresentanter vill hjälpa dem att förränta deras valutamedel. Att döma bl a av den försiktiga reaktionen på punddevalveringarna dröjer det dock ej sällan ganska lång tid, innan beslut fattas om större omplaceringar.⁵ Å andra sidan kan antas, att en rörelse som väl igångsatts sedan fortfar. Eftersom olje-royalties i allmänhet betalas ut i dollar eller pund och de nu stora beloppen kommer att ytterligare kraftigt öka fram t o m 1975 redan enligt nu gällande av-

tal, kommer säkerligen kursfrågor att spela stor roll för stabiliteten i betalningssystemet.

Det vore för övrigt intressant att veta, vilken roll professor Johnson och hans meningsfränder vill dela ut till centralbanker i större industriländer i den värld med fritt spel för marknadskrafterna, som de tycks förorda. Rollen kan väl i alla händelser inte vara alldeles oförändrad mot den nuvarande.

Affärsbankerna

Affärsbanker är affärsdrivande företag och har naturligtvis stora tekniska möjligheter att vidta dispositioner allt efter sin bedömning av valutornas olika styrka. För de svenska affärsbankerna gäller regler och rekommendationer, som utformats med ledning av gjorda erfarenheter och som motverkar stora variationer i deras valutainnehav, onormala omflyttningar mellan olika valutor och betydande kastningar i deras utlandsupplåning. Läget utomlands varierar från land till land. En del länders banker har anseende som mera spekulativa än andra, även om man kan anta att arbitrageavdelningarna i regel ej utan bankledningarnas godkännande får ta betydande minus- eller pluspositioner. Det har varit en klar tendens på senare tid att europeiska bankers rörelsefrihet inskränkes.

Emellertid råder det affärsmässigt betingade förhållandet, att medan i London etablerade banker har sin inhemska rörelse ganska strikt reglerad, deras utländska rörelse, i eurodollar och annan eurovaluta, knappast är underkastad några restriktioner. Detta har lett till en fantastisk uppgång i antalet i London etablerade banker. Även Luxemburg är ett område, som utövar dragningskraft på etablering av framför allt tyska banker, vars verksamhet i hemlandet regleras. Det synes bl a av tekniska skäl ej finnas möjlighet att ens nå fram till en rekommendation att på euromarknaden verksamma banker skall undvika åtminstone att finansiera spekulationer i guld eller valutor. Resultatet blir, att

⁴ Currency board är ett slags förstadium till en centralbank.

⁵ Libyens behandling av sitt stora pundinnehav är dock exempel på motsatsen.

dagslåneräntan och andra korttidsräntor i interbankmarknaden i London vid kris-situationer kan nå fantasiser uträknat på årsbasis. Inför utsikten av en apprecieringsvinst kan några dagars onormal räntekostnad ändå te sig överkomlig. Om man inte kan komma till rätta med sådan korttidspekulation torde detta verka hämmande på möjligheterna att tillämpa den nu i många kretsar före-språkade metoden med små men tätare kursändringar.⁶

Företagen

De i utlandsaffärer engagerade företagen torde framför allt sträva efter att undvika kursförluster, vilket väl snarast är motsatsen till spekulation med den in-nebörd som ordet vanligen ges. När impor-törer av tyska eller japanska varor på-skyndar sina importbetalningar eller svenska exportörer med dollarfordringar på senare tid i en del fall sökt dra hem och sälja dessa dollarfordringar så fort som möjligt sker detta för att de skall skydda sig mot befarade förluster. Det är på senare tid i regel inte utflödena utan de påskyndade inflödena av bla varubetalningar som vållat bekymmer. Centralbankerna, som i sista hand måste ta upp inflödet, behöver inga särskilda fonder för att klara en sådan uppgift. Om inflödet antar jätteproportioner, kan emellertid den likvidisering av den in-hemska marknaden, som centralbankens valutaköp medför, knappast kompenseras genom åtstrammingsåtgärder, särskilt inte om utbetalningarna skett till företag. I alla händelser riskerar åtstramningen att drabba andra än dem som likvidise-rats. Eftersom det åtminstone i ett antal fall måste vara fråga om hemtagning av medel av företag, som i och för sig ej behöver dem, eller i alla händelser utan svårighet kan finansiera sig på en lätt kreditmarknad, borde det finnas möjlig-heter att genom samarbete mellan cen-tralbank och affärsbanker minska ett temporärt men kraftigt valutainflöde på grund av kurshänsyn, utan att denna minskning behöver ske genom kraftig kurssänkning. Vid den nedre interven-tionsgränsen, där centralbanken åtagit sig att köpa utbjuden valuta, har affärs-bankerna f n sannolikt en alltför bekväm

roll som förmedlare av utbud från ut-ländska banker, innehavare av valuta-konton och exportfordringar samt från upplåning i utlandet.

Ökade inflationsrisker

Professor Johnson anger i sin artikel [Johnson 1970, sid 167] att nationerna har mycket olika åsikter framför allt när det gäller valet mellan arbetslöshet och inflation. Vid flexibla växelkurser skulle varje land kunna följa sin preferens.

Otvivelaktigt hör man tal om att man vid en oberoende ekonomi kunde söka placera in sig på den punkt av den s k Phillips-kurvan, som motsvarar önskat förhållande mellan sysselsättning och ar-betslöshet. De sista åren har man visser-ligen överallt i världen haft hög pris-stegringstakt, antingen man har obetyd-lig eller högre arbetslöshet, och Phillips-modellen har mött en viss skepsis. [Marin 1972.] Det verkar emellertid obestriddigt, att högre arbetslöshet går samman med lägre lönestegringstakt under i övrigt lika förhållanden. Det är eller har åtminstone varit lika klart, att exempelvis Västtysk-land fäst större vikt vid prisstabilitet som politiskt mål än andra länder. Det råder ej heller någon tvekan om att de ekono-mer, som i Sverige förordar rörliga växel-kurser för att ge oss större ekonomisk handlingsfrihet, i regel inte gör detta för att vi skall kunna föra en politik efter tidigare västtysk modell.

Den svenska ambitionsgraden ifråga om olika ekonomiska mål tycks på vä-sentliga punkter ligga högre än som är vanligt i utlandet. Finansutskottet lik-som finansplanen talar ej längre om hög och jämn utan om full sysselsättning och nöjer sig med det obestämda begreppet rimlig prisstabilitet. Behovet av inkomst-utjämning och låglönesatsning betonas säkert starkare i Sverige än som är van-ligt utomlands. Regional balans uppfat-tas som ett viktigt mål, som motiverar en mångfald subventionsåtgärder. Den statsunderstödda högre utbildningens ex-pansion får man förmodligen gå till väl-färdsstater som Kuwait för att finna mot-svarighet till; i alla händelser är skillna-

⁶ Med hänsyn till kostnadsaspekten kan dock talet om ensidiga spekulationsmöjlig-heter te sig överdrivet.

den stor mot då vi äldre var unga. På område efter område finns behov som behöver tillgodoses och önsningar som borde uppfyllas. Baksidan av allt detta är framför allt svårigheten att förena ambitionerna med "en rimlig grad av prisstabilitet". Det låter sig knappast förnekas, att i vårt land tvånget att upprätthålla balans i betalningsutbytet med andra länder bidrar till realism i den ekonomiska planeringen.

Det är numera sannolikt ej många som vill rekommendera en grad av arbetslöshet som en nödvändig ingrediens i strävan att bevara penningvärdet. Lyckligtvis står man förmodligen ej heller inför ett sådant sinistert val. Den uppfattningen tränger alltmer fram, att en viss återhållsamhet vid inkomstbildningen och inkomstfördelningen har betydande fördelar. Professor Johnson avfärdar visserligen begreppet inkomstpolitik med en föraktfull glosa: "införandet av olika slag av meningslös inkomstpolitik" [Johnson 1970, s 169], och befinner sig därvid i sällskap med sin medprofessor Milton Friedman. Den omvändelse till sådan politik, som nyligen skett i svåra lägen både i USA och i Storbritannien visar dock hur starkt behovet kan uppfattas att söka hålla inkomststegringarna något så när inom produktivitetstegringens ram. Naturligtvis är det inte bara kropparbetarna, som bör visa återhållsamhet.

Svårare att hålla fasta växelkurser

Professor Lindbeck uppges i ett föredrag nyligen ha sagt att (i nuvarande system) fasta växelkurser rätteligen borde kallas hoppande pariteter. Särskilt ifråga om dollarn hade det då i allmänhet varit fråga om långhopp. Professor Friedman har skildrat vilka svårigheter Roosevelt-administrationen hade 1933—34 att få upp guldpriset från 20: 67 dollar till 35 dollar per uns, detta för att få upp priserna på jordbruksprodukter och råvaror. [Friedman 1963.] Värdet på dollarn mot monetärt guld och därmed mot andra valutor stod sig från 30 januari 1934 till mitten av augusti 1971. Paritetsvärdet på vår egen krona var oförändrat från september 1949 till säg mitten av

augusti 1971. Frankrike och England deprecierade sina valutor, Kanada hade perioder av float, Västtyskland apprecierade ett par gånger (liksom Holland 1961) men i stort sett rådde mellan 1949 och fram till 1971 en ganska märklig kursstabilitet bland viktigare industriländer, en stabilitet som naturligtvis ibland inte kunde nås utan betydande ansträngning.

Som var och en vet har det inte alltid varit så sedan guldmyntfoten upphävdes. I samband med diskussioner bland ställföreträdarna i 10-gruppen på hösten 1963 om reservvalutor gjorde vi i den svenska delegationen beräkningar över hur mycket 10-gruppens valutor då (per augusti 1963) hade bevarat av sitt dollarvärde. Resultatet varierade något allt eftersom man tog ult 1929, 1934 eller 1936 som basår. Om man tar ult 1934 som bas, hade exempelvis Japans valuta år 1963 bevarat omkring en procent av sitt dollarvärde, Italiens valuta 2 procent, Tysklands 4 procent och Frankrikes 3 procent. Holland och Belgien hade bevarat något över 40 procent av sina valutors dollarvärde, medan de neutrala Sverige och Schweiz klarat sig undan med 76 respektive 71 procent för sina valutor. Vi ansåg i den svenska delegationen resultatet så stötande, att vi inte ville lägga fram det utan nöjde oss med att visa det i en trängre krets. Det är emellertid lätt att förstå, varför dollarn av sig själv blev transaktionsvaluta, valutan för långa avtalstider. Detta jämte förräntningsmöjligheterna och den amerikanska penningmarknadens enorma storlek och likviditet i jämförelse med andra marknader förklarar varför dollarn också blev den alltmer dominerande reservvalutan.

Dollarns värdebeständiga växelkurser återspeglar en ovanlig prisstabilitet fram till och med 1965. Det kan knappast råda något tvivel om att denna liksom Västtysklands tidigare prisstabilitet verkade återhållande på prisstegringarna i andra industriländer. Det är en allmän uppfattning, som för övrigt delas av professor Johnson [Johnson 1972], att omslaget i USA kom år 1965, då presidenten beslöt sig för en budget utan den åtstramning, som kriget i Vietnam krävde. Efterfrågeinflationer efterföljdes av en kostnadsinflation. 1965 års handelsöver-

skott på nära \$ 5 miljarder förbyttes så småningom i förra årets ännu större handelsunderskott.

Ett system med rimligt fasta växelkurser har uppenbarligen mycket större svårighet att arbeta under starka inflations-tendenser i de större industriländerna. Även om de genomsnittliga prisstegringarna i olika länder ej avviker från varandra alltför mycket, är det inte troligt att de skulle verka likformigt på handelsbalansen oberoende av utrikessektorns storlek och utrikeshandelsn samsättning.

I promemorior utarbetade inom den amerikanska administrationen redan år 1969 hänvisade man till att länder med lägre utrikessektor (import och export i procent av BNP) lättare kunde acceptera rörliga kurser än länder med utrikessektor över genomsnittet. Erfarenheten har bekräftat, att för USA, där utrikeshandeln endast motsvarar 4—5 procent av BNP, en devalvering medför ganska litet av ofrånkomlig prisstegring. Den amerikanska inställningen till fasta växelkurser tycks också på senare år ha varit mera avvaktande. Sannolikt har förhållandet till Japan bidragit. USAs handelsunderskott på Japan har stigit i märkligt snabb takt och motsvarar numera större delen av Japans kraftiga handelsöverskott mot omvärlden. Internationella organisationer har under 1972 ej lyckats påverka den japanska ekonomiska politiken i nämnvärd grad, utan USA har varit hänvisade till bilaterala förhandlingar och åtgärder. Även den västeuropeiska handelspolitiken, med utvidgning av området för handelspreferenser bl a genom nytillträdande medlemmar i EG och EGs frihandelsavtal med Eftaländer kan naturligtvis framstå som en påfrestning ur amerikansk synpunkt.

Även en ideologisk skillnad har framträtt tydligare än förr. IMF:s stadga lämnar möjligheten öppen för kontroll av vissa kapitalbetalningar; man föreställde sig inte att det alltid skulle vara möjligt att ha relativt fasta växelkurser utan tillgång till sådan kontroll. Man ville undvika att svansen viftade med hunden i stället för tvärtom. I Västeuropa har man på senare tid genomgående skärpt kontrollen över vissa kapitalrörelser, så exempelvis i Västtyskland vad gäller upp-

låning i utlandet. I USA beslöts redan år 1963 om lagstiftning angående en ränteskatt, Interest Equalisation Tax, som bl a fördyrar köp av värdepapper i utlandet. Kontroll infördes rörande finansiering av större företags direkta investeringar utomlands, och centralbankssystemet har administrerat en reglering av delar av affärsbankernas krediter till utlandet. Låt vara att sistnämnda reglering sannolikt kunde kringgå via filialer i London eller områden i Karibiska sjön och att kapitalkontrollen även i övrigt uppvisade stora luckor; den betraktades dock på kontinenten i Europa som ett visst skydd mot önskat dollarinflöde. Kanske delvis som en återspeglning av den nuvarande administrationens väljarunderlag kunde man på senare år notera en skärpt amerikansk kritik av kapitalkontroll. Det väckte dock ej ringa förvåning utomlands, när Secretary Shultz i sitt förenämnda budskap av 12 februari meddelade, att IET och kontrollen av direkta investeringar utomlands skulle vara avskaffade senast med utgången av nästa år och att centralbankssystemet också skulle överväga motsvarande steg beträffande sin kontroll av kreditgivningen till utlandet.

Samarbetsnivån har sjunkit på senare tid. Smithsonian Agreement i december 1971 visade enligt allmän uppfattning en politisk vilja att skapa lugn på valutamarknaden i avvaktan på resultatet av det reformarbete som förutsågs. Redan efter några månader, till midsommar 1972, lämnade emellertid Storbritannien sin paritetskurs. Åtgärden har av en välkänd kommentator betecknats som abrupt. I alla händelser begagnade man sig från engelsk sida inte av några internationella stödåtgärder, vilka för övrigt skulle varit obehövliga: det utflöde som ledde till åtgärden var avsevärt mycket mindre än valutainflödet till Storbritannien året innan. Inte heller det amerikanska beslutet i februari i år föregicks tydligen av något egentligt samråd. När presidenten den 6 februari beslöt, att en kursåtgärd skulle vidtas, blev endast en mycket trång krets informerad. Ändå fick tydligen en del personer möjlighet att läsa i facit. Under de två arbetsdagar, som föregick beslutets offentliggörande den 12 februari, fick den tyska central-

banken köpa åtskilligt mer än 3 miljarder dollar. Störtfloden leddes till Tyskland via Schweiz eller på annat sätt av enligt uppgift framför allt amerikanska banker och privatpersoner samt företag med internationell verksamhet.

Det är väl otvivelaktigt, att reformarbetet inom 20-kommittén nu sker från utgångspunkten att betalningssystemet även i fortsättningen normalt skall baseras på fasta men justerbara pariteter. För att detta skall vara möjligt fordras sannolikt bl a att samarbetsnivån mellan länderna ånyo höjs, antingen detta nu kan ske framför allt i IMF:s regi eller på annat sätt. Enligt de senaste underrättelserna när detta skrives, synes man från USA:s sida ha stannat för en mera samarbetsvillig linje i och med att USA uppges villiga att vid behov stöda dollarkursen och tillsvidare fortsätta med kapitalkontroll. På längre sikt minst lika viktigt är det förhållandet, att USA som egen ekonomisk-politisk målsättning tillmäter intern prisstabilitet avsevärd vikt. Detta bör väsentligt bidra till att dollarn så småningom återvinner sin yttre jämvikt.

Referenser

- Einzig, P. [1970], *"The Case Against Floating Exchanges"*, London.
- Emminger, O. [1971], *"The Dollar and the International Monetary System"* i Festschrift in honour of Governor Kamitz — Vienna.
- Friedman, M. & Schwartz, A. J. [1963], *"A Monetary History of the United States: 1867—1960"*, Princeton.
- Hearings before the Joint Economic Committee, [1963], Congress of the United States, eighty-eighth Congress: The International Monetary System, Functioning and Possible Reform (November 14, 1963: III Exchange Rates — How flexible should they be?).
- International Monetary Fund [1970], *"The Role of Exchange Rates in the Adjustment of International Payments"*, Washington.
- Johnson, H. G. [1970], "Argumenten för flexibla växelkurser", *Ekonomisk Debatt*, Nr 3, 1973. (Övers av "The Case for Flexible Exchange Rates, 1969". *Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates*, utg G. H. Halm, Princeton.
- [1972], "The Bretton Woods System, Key Currencies and the 'Dollar Crisis' of 1971", *The Three Banks Review*, årgång 1972, juni.
- Marin, A. [1972], "The Phillips Curve (Born

1958—Died ?)", *The Three Banks Review*, årgång 1972, december.

Wallich, H. [1972], "The Monetary Crisis of 1971 — the Lessons to be Learned", *Per Jacobsson Lectures, September 1972*.