

Valutaoron sommaren 1977

— en analys av de förväntningsstyrda valutärörelserna*

Inom valutaregleringens ramar har de svenska företagen en rad möjligheter att genom olika dispositioner gardera sig inför en väntad växelkursändring. Dessa möjligheter utnyttjades i hög grad inför devalveringen av kronan i augusti förra året, vilket resulterade i en kraftig avtappning av valutareserven. Här görs ett försök att uppskatta storleken på det totala förväntningsstyrda valutautflödet under sommarmånaderna 1977.

Den svenska devalveringen i augusti 1977 föregicks av ett kraftigt valutautflöde. Riksbankens valutareserv minskade mellan den 1 juni och den 28 augusti med nära 4,5 miljarder kronor. En viktig faktor bakom denna minskning var naturligtvis förväntningar om en devalvering. Det valutautflöde som föranleddes av sådana förväntningar var dock betydligt större än vad som avspeglas i minskningen av valutareserven.

De valutaflöden, vilka betingas av förväntningar om valutakursändringar, benämns ofta valutaspekulation. Begreppet spekulation har en underton av olaglighet eller åtminstone av något omoraliskt. I denna artikel försöker vi inte utrona om det förekommit valutärörelser som varit

olagliga eller omoraliska. Vi använder därför inte benämningen valutaspekulation utan talar istället om valutärörelser som betingas av förväntningar om valutakursändringar, s k förväntningsstyrda valutärörelser.

Förväntningsstyrda valutärörelser

Med förväntningsstyrda valutärörelser avser vi de valutaflöden vilka påverkar valutareserven och som kommer till stånd enbart därför att man förväntar en växelkursjustering. Vi jämför därvid med ett hypotetiskt fall där det inte finns några förväntningar om växelkursförändringar. Detta innebär att t ex en minskning i valutareserven innebär en minskning relativt jämförelsesituationen.

Förväntningsstyrda valutärörelser kan vara resultat av både svenska och utländska företags agerande. De är också resultat av både aktivitet och passivitet, vilket kan åskådliggöras med några exempel. En importör som har en varuskuuld i utländsk valuta kan inför en förväntad devalvering tidigarelägga sin be-

Fil dr THOMAS FRANZÉN och civilekonom MAGNUS UGGLA arbetar båda vid riksbankens ekonomiska avdelning. I sin doktorsavhandling behandlade Franzén skatternas effekter på inkomstfördelningen. Ugglas var biträdande sekreterare i finansieringsbolagskommittén.

* De åsikter som framförts i artikeln svarar författarna för själva.

talning så att den äger rum medan kronan ännu har ett högt värde. Detta leder till ett utflöde ur valutareserven, vilket är resultatet av ett aktivt och fullt lagligt beteende. Lika lagligt är det givetvis för ett företag att inför en devalvering vänta med att ta upp ett planerat lån utomlands, vilket resulterar i en minskning av valutareserven till följd av passivitet.

Av dessa exempel framgår också att valutadispositioner oftast inte kan betraktas som omoraliska. Det skulle alltså i många fall vara underligt om man inte utnyttjade dessa möjligheter. Det vore t ex svårt för en företagsledare eller kommunalpolitiker att inför företag respektive väljare motivera att man uppdragit ett lån utomlands omedelbart före en allmänt väntad devalvering.

Vi diskuterar i denna artikel vilka möjligheter svenska och utländska företag har att genom valutadispositioner göra vinster eller undvika förluster i samband med en svensk devalvering. Vidare visar vi hur dessa valutaflöden avspeglas i betalningsbalansstatistiken och presenterar därvid en grov uppskattning av storleken på det förväntningsstyrda valutautflöde som föregick den svenska devalveringen den 28 augusti. Avslutningsvis diskuterar vi några samhälls-ekonomiska effekter av valutadispositioner som föranleds av förväntningar om valutakursändringar.

Företagens möjligheter till valutadispositioner

Den svenska valutaregleringen tillåter i princip endast normala kommersiella transaktioner med utlandet, dvs sådana som hänger samman med varu- och tjänstehandel. Dessutom ger den utrymme för vissa långfristiga kapitaltransaktioner, såsom långfristig upplåning och direktinvesteringar under förutsättning att riksbanken givit tillstånd härför. Där emot är kortfristiga kapitaltransaktioner

vilka endast betingas av valutakursförväntningar förbjudna enligt valutaregleringen. Inom det utrymme som ges av valutaregleringen kan emellertid företagen vidtaga en rad åtgärder för att gardera sig inför en förväntad växelkursjustering. I detta avsnitt skall vi diskutera några av dessa möjligheter och försöka utvärdera huruvida företagen använde sig av dem under sommaren 1977.

Förskjutningar i export- och importbetalningar

En svensk importör som har en varuskuuld i utländsk valuta, kan, som ovan nämnts, tjäna på att tidigarelägga betalningen av denna skuld inför en förväntad devalvering. Efter devalveringen åtgår det ju fler kronor för att betala skulden. En sådan tidigareläggning kan bli mycket lönsam. Få placeringar ger en avkastning på t ex 10 procent på någon eller några veckor. På motsvarande sätt tjänar en utländsk importör som har varuskulder i svensk valuta på att senarelägga betalningen av sina skulder. Det finns alltså möjligheter för företagen att göra stora förtjänster genom att vidta valutadispositioner av ovanstående slag. Det bör också noteras att förskjutningar i kredittiderna i utrikeshandeln kan ha avsevärda effekter på valutareserven. En veckas oförmånlig förskjutning i export- och importkrediter leder till en minskning i valutareserven med ungefär 3,5 miljarder kronor. I det följande diskuterar vi några faktorer som påverkar dessa möjligheter för de svenska företagen.

Svenska företag som handlar med utlandet kan normalt endast göra förtjänster på en devalvering genom att förskjuta betalningar i *utländsk* valuta. Enligt 1973 års tullenkät faktureras cirka 3/4 av importen och ungefär 1/3 av exporten i utländsk valuta. Därmed framstår möjligheterna för svenska företag att göra förtjänster genom att anpassa varubetal-

ningarna som störst på importsidan. Det finns även ett annat skäl till att man kan förvänta sig de största betalningsförskjutningarna på importsidan. Det är nämligen normalt köparen som på kort sikt bestämmer betalningstidpunkt. Nu finns det naturligtvis gränser för köparens/importörens möjligheter i detta avseende. En begränsning utgörs av lagar och förordningar på valutaområdet. För Sveriges del gäller följande.

"Inom det utrymme som ges av valutaregleringen kan emellertid företagen vidtaga en rad åtgärder för att gardera sig inför en förväntad växelkursjustering."

En svensk importör kan utan hinder av gällande bestämmelser i stort sett själv välja betalningstidpunkt så länge kreditiderna överensstämmer med "normalt handelsbruk". En förutsättning är dock att varan är levererad. Förskottsbetalningar för import kräver nämligen normalt tillstånd av riksbanken. I sammanhanget kan även nämnas att för svenska exportörer gäller att de omedelbart skall föra hem sina exportlikvider till Sverige. Naturligtvis föreligger det svårigheter att exakt fastställa huruvida kreditider överensstämmer med normalt handelsbruk. Detta gäller kanske särskilt vid transaktioner mellan koncernföretag.

Möjligheterna att via betalningsförskjutningar dra nytta av en växelkursförändring är speciellt stora för koncerner med dotterbolag i flera länder. Enligt SCB utgjordes 1973 cirka 30 procent av exporten och cirka 25 procent av importen handel inom sådana koncerner. Vid export/import inom en sådan koncern påverkar inte valet av kontraktsvaluta koncernens möjligheter att dra nytta av t ex en svensk devalvering. Det centrala i sammanhanget är att omväxling sker till utländsk valuta. Om faktureringen sker i

utländsk valuta, hamnar en eventuell vinst av betalningsförskjutningar i den svenska delen av koncernen. Om fakturering sker i svenska kronor, hamnar istället denna vinst i den utländska delen av koncernen. Genom att stora svenska koncerner väger så tungt i utrikeshandeln kan fullt lagliga betalningsförskjutningar som vidtages av sådana koncerner leda till ett betydande valutautflöde.

Förskjutningar i betalningsterminerna i utrikeshandeln utgör i själva verket förändringar i upplåning eller utlåning till utlandet i form av handelskrediter. Sådan utlåning borde i princip registreras i betalningsbalansstatistiken, men gör det för närvarande inte i brist på tillförlitlig information. Detta innebär att förskjutningar i handelskrediter uppträder i statistiken som ett oförklarad utflöde eller inflöde av valutor, när de registrerade transaktionerna avstäms mot ändringen i valutareserven. Därmed utgör handelskrediter en förklaring till den sk restposten i betalningsbalansstatistiken. Denna består även av andra komponenter, men tillfälliga ändringar i restposten kan vara tecken på förskjutningar i handelskrediter.

Betalningsbalansstatistiken sammanställs för närvarande endast på kvartalsbasis. Eftersom devalveringen hösten 1977 genomfördes mitt i ett kvartal, inrymmer statistiken för detta kvartal förmodligen både ett utflöde i form av handelskrediter före och ett återinflöde efter devalveringen. Därför har en grov beräkning gjorts av restpostens storlek för perioden juni—augusti. Denna uppgick till —0,9 miljarder kronor, vilket kan jämföras med positiva restposter på 1,3 och 1,5 miljarder för andra respektive tredje kvartalet. Detta tyder på att förskjutningar i handelskrediterna kan ha medfört ett avsevärt valutautflöde månaderna före devalveringen.

I syfte att förskjuta export-/importbetalningarna kan företagen även påver-

ka *leveranserna* av varor till och från utlandet. Det finns tecken som tyder på att sådana förskjutningar av varuleveranserna ägde rum under sommaren 1977. Handelsbalansen uppvisade under perioden juli—augusti, dvs månaderna före devalveringen historiskt sett mycket stora underskott. Underskotten var under dessa månader 1,5 miljarder kronor större än under motsvarande månader 1976. De överskott som uppvisades under årets sista månader kan i sin tur till en del ha orsakats av att exporten förskjutits till perioden efter devalveringen medan det omvända gällt för importen. Naturligtvis finns det även andra faktorer bakom denna utveckling, varför någon kvantifiering av förväntningarnas effekt på handelsbalansen inte låter sig göras.

Minskad utlandsupplåning

De stora underskotten i bytesbalansen under senare år har gjort att Sverige tvingats låna avsevärda belopp utomlands. Detta har i sin tur medfört att förskjutningar i upplåningsaktiviteten kan få avsevärda effekter på valutareserven. När man väntar en devalvering av den svenska kronan finns det stor anledning att förskjuta tidpunkten för planerad ut-

”... förskjutningar i handelskrediterna kan ha medfört ett avsevärt valutautflöde månaderna före devalveringen.”

landsupplåning till efter devalveringen. För samma upplånade enheter utländsk valuta får man ju då fler svenska kronor. Sådana förskjutningar leder till ett valutautflöde i jämförelse med om man inte förväntat en devalvering. Under 1977 beräknas Sverige ha lånat ungefär 22 miljarder kronor utomlands. Därav svarade företag och kommuner för 12 miljarder, vilket innebär en upplåning

med 1 miljard kronor per månad. Statens och riksbankens upplåning styrs inte av förväntningar om devalveringsvinster utan anpassas i själva verket i viss utsträckning till andra sektorerens upplåning.

De uppgifter som föreligger om kommunernas och den privata sektorns utlandsupplåning visas i *diagram 1*. Vi ser där att *utlandsupplåningen* uppgick till ungefär 1 miljard kronor per månad fram till maj medan upplåningsaktiviteten dämpades kraftigt under perioden juni—augusti för att därefter ånyo ta fart.¹

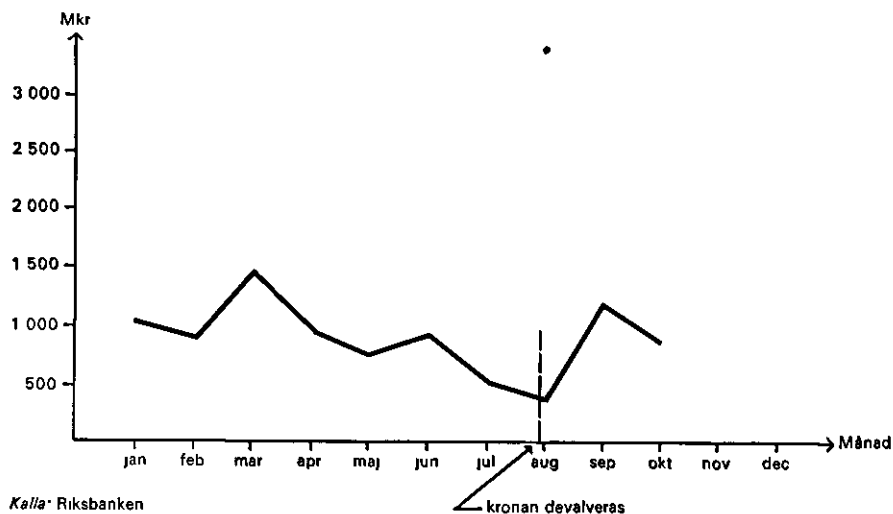
Resevaluta och valutakonton

Vi har ovan diskuterat hur förväntningar om en svensk devalvering kan ha påverkat handelskrediterna, handelsbalansen och utlandsupplåningen under 1977. Vid sidan av dessa effekter finns en rad andra som också innebär förväntningsstyrda valutautflöden. Här diskuterar vi resevalutautflödet och förändring av behållningar på valutakonton.

Det utflöde som ägde rum i form av *resevaluta* under juli och augusti väckte stor uppmärksamhet i pressen. Utflödet i form av D-mark var till och med så kraftigt att bankerna hade vissa problem med att tillgodose efterfrågan. Antar man att D-marksflödena för resevaluta normalt skulle förändras procentuellt lika mycket som för övriga valutor, kan man skatta det förväntningsstyrda utflödet i form av resevaluta under sommarmånaderna till cirka 200 mkr. Detta kan innebära en underskattning av utflödet, eftersom också andra valutor än D-marken förmodligen var föremål för förväntningsmotiverat utflöde. Riksbanken ändrade rapporteringskraven för resevaluta i mitten på augusti, vilket ledde till minskning i utflödet i slutet på augusti. Efter devalveringen uppkom ett kraftigt återflöde, vilket också

¹ Upplåningen registreras i princip vid hemtagningstillfället.

Diagram 1. Registrerad bruttoupplåning (exkl statens och riksbankens transaktioner) under jan—okt 1977.



sannolikt är ett tecken att valutaflödet påverkats av växelkursförväntningar.

Företag och kommuner har i viss utsträckning möjligheter att gardera sig mot valutakursändringar genom att placera medel i utländsk valuta i svensk bank, s k *valutakonton*. Eftersom dessa tillgodohavanden inte inkluderas i valutareserven innebär utnyttjandet av denna möjlighet en avtappning av valutareserven jämfört med om man växlat in valutorna. Detta ingår också i vårt begrepp förväntningsstyrt valutaflöde. I *diagram 2* visas utvecklingen av valutakonton för valutainlämningar.² Statistiken visar att behållningen på valutakonton för valutainlämnings räkning *minskade* med cirka 100 mkr per månad under årets fem första månader. Under juli t o m den 23 augusti *ökade* dessa valutakonton med över 1/2 miljard kronor. Efter devalveringen upphörde ökningen och mellan

² Uppgången i valutakonton under december sammanhänger sannolikt med en osedvanligt intensiv låneaktivitet och med dollarns utveckling.

den 23 och 31 augusti minskade valutakontona med något under 200 mkr.

Betalningsbalansen och valutareserven

Innan vi går in närmare på hur omfattningen av ett förväntningsstyrt valutaflöde kan uppskattas skall vi säga något om uppbyggnaden av den svenska betalningsbalansstatistiken.

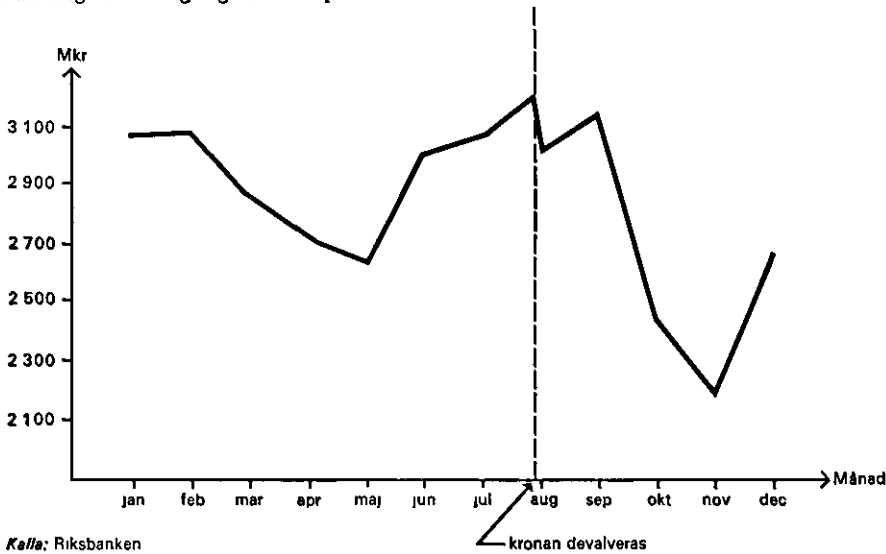
Betalningsbalansen har i schematisk form följande utseende:

Handelsbalans	} Bytesbalans
Tjänste- och transfereringsbalans	
Kapitalbalans	
Restpost	

Summa Förändring av valutareserven

Registreringen av de olika komponenterna i betalningsbalansen sker efter olika principer. För varuhandeln registreras varuutbytet av tullen vid tidpunkten för gränspassage. Övriga transaktioner regi-

Diagram 2. Valutakonton för valutainlåning under januari—december 1977, ställningen vid utgången av respektive månad.



Källa: Riksbanken

← kronan devalveras

streras huvudsakligen vid betalningstillfället. Detta sker genom s k valutaanmälningar, som i princip lämnas i samband med alla utlandsbetalningar utom för sådana som utgör likvid för varuexport. Av det ovanstående följer att Sverige inte har någon egentlig *betalningsbalans*statistik — den tyngsta delen, varuutbytet, registreras ju inte när betalning sker utan när varorna passerar gränsen. Detta är som tidigare nämnts en orsak till den s k restposten.

Inkomster och utgifter på grund av varu- och tjänsteutbyte samt transferreringar återspeglas i bytesbalansens saldo. Kapitalbalansens saldo reflekterar det valutaflöde som uppkommer på grund av upplåning i utlandet, direkta investeringar utomlands, krediter till utlandet och liknande kapitaltransaktioner. När bytes- och kapitalbalansens saldo avstäms mot det kassamässiga utfallet i form av valutareservens ändring uppstår en differens, den s k restposten. Denna har under senare år varit kraftigt positiv, vilket innebär ett valutainflöde vilket inte registreras i statistiken. Det ligger i sakens natur att faktorerna bakom restposten i stor

utsträckning är okända. Det är emellertid troligt att restposten till en del orsakas av ett bortfall i rapporteringen av tjänsteexport, varför bytesbalansunderskotten är överskattade. Restposten orsakas som tidigare omtalats även av förskjutningar i kredittiderna i utrikeshandeln. Existensen av en restpost utgör ett problem genom att den innebär ett osäkerhetsmoment vid bedömningen av vår externa balans.

Det är framför allt från och med 1975 som restpostens storlek har blivit ett problem. Under 1975 och 1976 har restposten uppgått till 5,4 respektive 4,1 miljarder kronor och för 1977 beräknas den ha uppgått till 4,5 miljarder.

Vi har ovan gått igenom några valutadispositioner allmänhet, företag och kommuner kan vidtaga i syfte att anpassa sig till förväntningar om valutakursändringar. Dessa valutadispositioner får effekter på valutareserven och registreras på olika sätt i betalningsbalansstatistiken. Förskjutningar i export- och importkredit-tider påverkar restpostens storlek. Förskjutningar i export- och importleveranser påverkar handelsbalansens saldo och

ändringar i resevalutaflödet registreras i tjänste- och transfereringsbalansen. Ändringar i aktiviteten i utlandsupplåningen och tillgodohavanden på valutakonton påverkar kapitalbalansens saldo. När förväntningarna gäller en devalvering av den svenska kronan, tenderar alla dessa förväntningsstyrda dispositioner att leda till en nedgång i valutareserven.³

Valutaoron sommaren 1977 — en sammanfattande kalkyl

Vill man uppskatta storleken på de kapitalrörelser som betingas av förväntningar om valutakursändringar, måste man i princip först bestämma hur betalningsbalansen skulle sett ut om sådana förväntningar inte funnits. Jämför man denna "normala" betalningsbalans med den faktiska kan man beräkna omfattningen av de förväntningsbetingade valutaflödena genom att jämföra den faktiska ändringen i valutareserven med den "normala" ändringen. Det säger sig självt att en sådan beräkning blir mycket osäker.

"Skillnaden mellan den faktiska och den 'normala' ändringen av valuta-reserven uppgår till 6 à 8,5 miljarder, vilket kan tas som en uppskattning av det förväntningsstyrda valutaflödet."

Eftersom det är angeläget att bilda sig en uppfattning om omfattningen av de förväntningsbetingade kapitalrörelserna, skall vi trots denna osäkerhet i metodiken göra ett försök att beräkna storleken på det förväntningsstyrda valutaflödet som föregick devalveringen den 28 augusti 1977.

I dessa beräkningar avstår vi från att

³ Från och med årsskiftet 1977/78 inkluderas endast riksbankens valutareserv i det officiella valutareservbegreppet.

försöka få fram ett av växelkursförväntningar opåverkat saldo för bytesbalansen. Istället används det faktiska saldot. Detta innebär att i den mån förskjutningar i utbytet av varor och tjänster ägde rum som en följd av förväntningar om en svensk devalvering, blir våra beräknade värden för de förväntningsstyrda valutaflödena genomgående för låga. Som vi ovan har sett finns det anledning att anta att t ex resevalutautflödet under sommaren 1977 till viss del var förväntningsstyrt. Likaså finns det anledning att tro att handelsbalansen försvagades p g a valutakursförväntningar. Dessa effekter beaktas alltså inte i nedanstående beräkning. För kapitalbalans och restpost beräknas dock "normala", av växelkursförväntningar opåverkade värden.

Den studerade perioden 1977 består av månaderna juni, juli och augusti med undantag av de tre sista dagarna i augusti. Det faktiska värdet av *bytesbalansens saldo* för denna period har approximativt beräknats uppgå till —4 miljarder kronor.

När det gäller beräkningar av en "normal" *kapitalbalans* är det först och främst viktigt att särskilja *statens och riksbankens* transaktioner eftersom dessa utgör ekonomisk-politiska instrument vilka i viss utsträckning används för att balansera förskjutningar i övriga sektorer betalningar. Under perioden 1 juni—28 augusti ledde statens och riksbankens transaktioner till ett inflöde på 4,4 miljarder kronor.

Svårigheterna är naturligtvis stora när det gäller att beräkna en "normal" *privat och kommunal kapitalbalans*. De stora strukturella ändringar som ägt rum i upplåningsmönstret under senare år samt tidigare års valutaoro under sensommarmånaderna gör det ytterst svårt att bilda sig en uppfattning om dessa sektorer normala beteenden. Därför tvingas vi till en mycket grov beräkning och räknar med att de privata och kommunala trans-

aktionerna normalt skulle inneburet ett valutainflöde i storleksordningen 0,5 à 2 miljarder kronor. Detta innebär att den *totala kapitalbalansen* borde legat i intervallet 5 à 6,5 miljarder.

Att beräkna en "normal" *restpost* är naturligtvis ännu svårare än att beräkna den "normala" kapitalbalansen. Det gäller att beräkna storleken av en post vars beståndsdelar vi definitionsmässigt inte vet mycket om. Restposten beräknas under året ha uppgått till 4,5 miljarder kronor, vilket innebär cirka 1 miljard kronor på tre månader. Vi antar därför i våra beräkningar att restposten "normalt" skulle uppgått till 0,5 à 1,5 miljard kronor.

I *tabell 1* har de gjorda antagandena om "normala" betalningsflöden ställts samman till en betalningsbalans. Vi ser där att valutareserven "normalt" skulle ha *ökat* med 1,5 à 4 miljarder kronor. I verkligheten *minskade* dock valutareserven med ungefär 4,5 miljarder kronor. Skillnaden mellan den faktiska och den "normala" ändringen av valutareserven uppgår till 6 à 8,5 miljarder, vilket kan tas som en uppskattning av det förväntningsstyrda valutautflödet. Det bör noteras att denna kalkyl inte tar hänsyn till att bytesbalansen kan ha påverkats av förväntningarna om valutakursändringar, vilket ger en tendens till underskattning av valutautflödet. Vidare bör det observeras att kalkylen inte tar hänsyn till effekterna på terminsmarknader.

Osäkerheten i dessa uppskattningar framgår av att vi arbetar med ganska stora intervall för "normala" värden på restpost och kapitalbalans. Det torde dock vara fullt klart att devalveringen i augusti föregicks av ett betydande förväntningsstyrt valutautflöde. Av kalkylen framgår det också att minskningen i valutareserven skulle varit betydligt större om inte statens och riksbankens upplåning motverkat utflödet. En kalkyl som motsvarar den i *tabell 1* kan göras för

Tabell 1. Beräkning av förväntningsstyrt valutautflöde under perioden 1/6—28/8 1977 (Miljarder kr).

1 Bytesbalansens saldo	—4,0
2 "Normal" kapitalbalans	5,0 à 6,5
3 "Normal" restpost	0,5 à 1,5
4 "Normal" förändring av valutareserven (= 1+2+3)	1,5 à 4,0
5 Faktisk transaktionsförändring i riksbankens valutareserv	—4,5
6 Förväntningsstyrt valutautflöde (= 4—5)	6 à 8,5

Källa: Riksbanken

"onormalt" inflöde efter devalveringen. En sådan kalkyl ger vid handen att det onormala inflödet under perioden september—november uppgick till 4 à 6,5 miljarder kronor, vilket styrker att devalveringen förorsakat kraftiga valutastömmar.

En jämförelse mellan de förväntningsbetingade valutaflödena i samband med nedskrivningen av kronan hösten 1976 och motsvarande valutaflöden 1977, ger vid handen att 1977 års devalvering föranlett mycket kraftigare valutaflöden. Anledningen till detta är förmodligen att man 1977 förväntade en större devalvering, men också att man i allmänhet kände sig betydligt säkrare på att en devalvering av den svenska kronan skulle komma. Dessutom var perioden med sådana förväntningar betydligt längre under 1977. Vid jämförelser mellan åren bör man också beakta att likviditeten hos företagen var betydligt lägre 1977 än 1976, vilket förmodligen hade en återhållande effekt på valutautflödet.

Vem betalar dispositionsvinsterna?

Varför riktar man så stor uppmärksamhet mot de valutaströmmar som föranleds av förväntningar om ändringar i växelkurser? Intresset torde bli botten i följande frågeställningar: I hur hög grad påverkas tidpunkten för en devalvering av

förväntningsstyrda valutaflöden? Vilka effekter får förekomsten av sådana valutaflöden för utformningen av den ekonomiska politiken? Är förväntningsstyrda valutaflöden enbart bokföringsmässiga omplaceringar eller påverkas även reala storheter? Vem vinner och vem förlorar på de "dispositionsvinster" som uppstår när valutadispositionerna blir framgångsrika, dvs när en växelkursförändring verkligen kommer? Vi skall i det följande i korthet ta upp några aspekter på dessa frågeställningar. Diskussionen gäller effekterna av de valutaflöden som föranleds av växelkursförväntningar medan effekterna av själva växelkursförändringen lämnas åt sidan.

"Det kan alltså sägas vara 'skattebetalarna' som i sista hand betalar företagens 'dispositionsvinster'."

Företagens möjligheter att genom bokföringsmässiga omplaceringar göra "dispositionsvinster" i samband med en förväntad devalvering kan leda till en förändring av incitamentsstrukturen. I vissa lägen kan man kanske tjäna 10 procent på någon månad genom att omplacera en del av sin likviditet. En så hög avkastning kan man knappast räkna med för vanliga investeringar i materiella tillgångar, vilket kan leda till att investeringsutvecklingen tillfälligt påverkas. Dessutom innebär en längre tids valutautflyde en påfrestning på näringslivets likviditet.

Förväntningsstyrda valutaflöden leder, bl a av ovanstående skäl, ofta till någon form av ekonomisk-politiska motåtgärder från myndigheternas sida. Om avsikten från början var att genomföra en devalvering kan de förväntningsstyrda valutaflödena mycket väl leda till att denna devalvering tidigareläggs.

Sammanfattningsvis kan sägas att de allokeringsmässiga effekterna av förvänt-

ningsstyrda valutaflöden är svårbedömbara. Ofta är dock perioderna med sådana flöden så korta att effekterna på resursallokeringen kanske blir marginella.

Vissa omfördelningseffekter av förväntningsstyrda valutaflöden visas i schematisk form i *figur 1*. Det bör betonas att de effekter som uppträder fås fram genom att jämföra med ett läge där en devalvering genomförs men där inga förväntningsstyrda dispositioner vidtas före devalveringen.

Av de översta raderna framgår att när det gäller kontrakt som skrivits i svenska kronor gör utlandet vinster medan riksbanken bär förlusten. Därmed påverkas landets "nettoförmögenhet" av dessa valutaflöden. När det gäller kontrakt som skrivs i utländska valutor påverkas inte landets nettoförmögenhet av förskjutningarna i betalningsvanorna. En importör som tidigarelägger sina betalningar till utlandet tar i princip ett visst antal dollar ur riksbankens valutaserv där dessa byts mot kronor. Detta innebär att riksbanken går miste om den vinst (i kronor) som skulle uppkommit på dessa dollar vid en devalvering. Således sker det en omfördelning inom landet mellan riksbanken och importören.⁴ Också vid fördröjning av upplåning utomlands sker det en motsvarande omfördelning mellan riksbanken och importören.

I samtliga ovanstående fall är det riksbanken som "betalar" företagets "dispositionsvinster". Vi har tidigare beräknat det förväntningsstyrda valutaflödet under tremånadersperioden före devalveringen till mellan 6 och 8,5 miljarder kronor. Eftersom den effektiva devalveringen uppgick till 10 procent blev resultatförbättringen för de företag och andra som vidtagit valutadispositioner totalt cirka 600—850 mkr. Givetvis kan

⁴ Vid inomkoncernttransaktioner blir naturligtvis uppdelningen i *figur 1* något mer diffus.

Figur 1. Fördelningseffekter av ett förväntningsstyrt valutautflöde före en devalvering av kronan

	Åtgärd	Effekter för		
		Den utländske importören/exportören	Den svenske exportören/importören	Riksbanken
Kontrakt i Skr	Utländska importörers senareläggning av beställning eller betalning	+	0	—
	Utländska exportörers tidigareläggning av hemtagning av exportlikvider	+	0	—
Kontrakt i utländsk valuta	Svenska importörers tidigareläggning av beställning eller betalning av importkontrakt	0	+	—
	Svenska exportörers senareläggning av hemtagning av exportlikvider	0	+	—

Anm + = vinst
 0 = ingen effekt
 — = förlust

dessa dispositioner innebära kostnader för företagen i form av räntor m m. I förhållande till de uppkomna vinsterna kan dock dessa kostnader vara ganska små. Det bör betonas att kalkylen endast avser de fördelar företag och kommuner erhållit genom förväntningsstyrda valuta-dispositioner. Naturligtvis påverkas de också genom själva devalveringen, vilken kan medföra förluster på kort sikt, medan de långsiktiga effekterna i många fall torde vara positiva.

De "dispositionsvinster" som företagen kan uppnå i samband med en devalvering, går till svenska respektive utländska företag beroende på vilken typ av valuta-dispositioner det är fråga om. Det bör dock betonas att dessa "dispositionsvinster" består både av sådant man i dagligt tal menar med vinster och av uteblivna

förluster. Även om det kan vara önskvärt att många svenska företag ökar sina vinster respektive minskar sina förluster, är valutakursvinsterna förmodligen inte det mest effektiva sättet att korrigera företagens lönsamhet. Det är heller inte troligt att de företag vars rörelseresultat man helst vill förbättra är just det företag, som har möjligheter att göra "dispositionsvinster".

Riksbankens vinst är föremål för utdelning till staten. Den omfördelning från riksbanken till företagen som "dispositionsvinster" i samband med en devalvering innebär leder till en nedgång i riksbankens vinst varvid det till staten utdelningsbara beloppet minskar. Det kan alltså sägas vara "skattebetalarna" som i sista hand betalar företagens "dispositionsvinster".

Valutadispositioner och valutareglering

Vad kan man då dra för slutsatser av de beräkningar vi genomfört? Är det angeläget att försöka motverka förväntningsstyrda valutaflöden? Hur skall detta i så fall gå till? Vi skall här inte försöka ge något svar på dessa frågor. Ett par anmärkningar kan dock vara befogade.

En skärpning av bestämmelserna i valutaregleringen rörande företagens möjligheter att vidta valutadispositioner innebär en minskad flexibilitet vad gäller dessa företags transaktioner med utlandet. De fördelar som kan uppnås genom en ökad reglering måste därför noggrant vägas mot nackdelar av detta slag.

Internationella erfarenheter visar också att åtgärder som syftar till att begränsa företagens möjligheter att ändra kredittider i utrikeshandeln kommer ofta i konflikt med andra mål t ex när det gäller investeringsutvecklingen. Detta medför att man tvingas göra stora undantag i regleringar. Som exempel kan nämnas det i Finland införda "cash-payment"-systemet. Detta system innebär att betalningar för vissa varor måste göras till säljaren eller att motsvarande belopp deponeras i Finlands Bank innan varan får

tas hem. Omfattningen av systemet har dock begränsats till en tredjedel av importen, varför utrymmet för betalningsförskjutningar anses vara tillräckligt för att i ett läge med valutaoro få avsevärda effekter på valutareserven.

Vid sidan av skärpt lagstiftning finns det andra sätt att motverka uppkomsten av förväntningsstyrda valutarörelser. Teoretiskt sett kan staten ta på sig en ökad andel av utlandsupplåningen. Därmed minskar ju möjligheterna för företag och kommuner att via fördröjningar i utlandsupplåningen åstadkomma förväntningsstyrda valutautflöden. Här måste dock en avvägning ske med hänsyn till förhållanden på utländska kreditmarknader och till kreditpolitiska aspekter.

Det mest rationella och mest effektiva sättet att motverka förväntningsstyrda valutaflöden är dock givetvis att föra en ekonomisk politik som leder till en sådan pris- och kostnadsutveckling att tilltron till den deklarerade växelkurspolitiken inte äventyras.

Referenser

- SOU 1971:31 Den svenska betalningsbalansstatistiken
 SOU 1971:32 Valutareserven och utrikeshandelns finansiella struktur.