

## Kapitalrörelser vid fasta och flytande växelkurser

I debatten om fasta kontra rörliga växelkurser brukar det framhållas att stabiliseringsproblemen för Sveriges del tenderar att försvåras vid rörliga växelkurser beroende på den svenska ekonomins sätt att fungera i förhållande till omvärlden. Problemet ser ut på följande sätt: Vid fasta växelkurser tenderar Sverige att få ett överskott i bytesbalansen i samband med lågkonjunkturer och ett underskott i samband med högkonjunkturer. En förklaring till detta är att den svenska konjunkturen inte är helt synkroniserad med konjunkturerna i andra länder. Bl a detta gör att exporten inte når botten samtidigt som importen. När å andra sidan den svenska högkonjunkturen når sin topp är efterfrågan från svenska köpare större än efterfrågan från utländska köpare. Detta gör att den inhemska efterfrågan inte bara suger in mycket import utan också riktar sig mot svenska varor, som annars hade kunnat exporteras.

Invändningen mot rörliga växelkurser är att dessa variationer i bytesbalansens saldo med ett sådant system ger tendens till sjunkande priser på utländska valutor under lågkonjunkturer och stigande priser på utländska valutor under högkonjunkturer. Under lågkonjunkturerna minskar ju Sveriges efterfrågan på utländska valutor via efterfrågan på ut-

ländska varor snabbare än utlandets utbud på sådana valutor via efterfrågan på svenska varor. Under högkonjunkturen ökar på motsvarande sätt den svenska efterfrågan på utländska valutor snabbare än det utländska utbudet på sådana valutor.

En prissänkning på utländska valutor, dvs en appreciering av den svenska kronan, tenderar att försvaga de svenska företagens konkurrenskraft i förhållande till företag i andra länder. En prishöjning på utländska valutor, dvs en depreciering, förstärker de svenska företagens konkurrenskraft. Resonemanget ovan leder oss alltså fram till att svenska företags internationella konkurrenskraft försvagas i lågkonjunkturer och förstärks i högkonjunkturer i förhållande till vad som skulle ske vid ett system med fasta växelkurser. Därmed skulle alltså sysselsättningsproblemen bli ännu värre i lågkonjunkturer och inflationsproblemen ännu mer elakartade i högkonjunkturer.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Enligt en del bedömare blir inflationen på så sätt kraftigare även på längre sikt om man har ett system med rörliga växelkurser. Prisstegringar under en högkonjunktur brukar ju inte leda till motsvarande prissänkningar under nästa lågkonjunktur. Därmed startar prisstegringarna vid nästa högkonjunktur från en högre nivå än den annars

Detta slags svängning i bytesbalansens saldo kan ju inte vara en allmän internationell företeelse. I somliga länder får förhållandet antas vara det motsatta. Vi har emellertid här ett skäl att inte vilja låta den svenska kronans bestämmas av varu- och tjänstetransaktionernas konjunkturvariationer. Resonemanget ser ut att stödja kravet på fasta (i betydelsen av riksbanken fastställda) växelkurser.

Utbud och efterfrågan på valutor påverkas emellertid inte endast av ett lands varutransaktioner med utlandet. En annan källa till utbud respektive efterfrågan är kapitalrörelser. Från konjunktursynpunkt kan vi koncentrera oss på sådana kortsiktiga variationer som betingas av internationella ränteskillnader och spekulation i ändrade valutakurser. Den förstnämnda typen av kapitalrörelser kallar vi anpassning till ändrade ränteskillnader under det att vi kallar den andra typen kursspekulation. I praktiken är de invädda i varandra men det kan ändå vara skäl att särskilja dem i resonemanget.

En penningpolitik som är ägnad att medverka till jämn och full sysselsättning samt stabil prisnivå leder till förhållandevis låga räntor i lågkonjunktur och förhållandevis höga räntor i högkonjunktur. Eftersom den svenska konjunkturen inte är helt synkroniserad med konjunkturen utomlands finns det också anledning att räkna med att räntenivån i Sverige sjunker mer än utomlands, när Sverige får lågkonjunktur och stiger mer än utomlands, när Sverige får högkonjunktur.

Enligt modern teori för kapitalrörelser uppnår placerare i olika länder vid givna ränteskillnader mellan tillgodohavanden i olika valutor ganska snart den fördelning mellan olika valutatilgångar som enligt placerarnas egen bedömning är den bästa möjliga. När ränteskillnaderna ändras ter det sig emellertid fördelaktigt för placerarna att ändra sammansättningen av sina internationella portföljer. Om räntorna på finansiella tillgångar i svenska kronor sjunker mer än räntorna på finansiella tillgångar i andra valutor blir placerarna intresserade av att göra sig av med krontillgodohavanden och i stället skaffa tillgodohavanden i andra valutor. När en sådan ändring av ränteskillnaderna inträffar, kommer placerarna alltså att öka sitt utbud av svenska kronor och sin efterfrågan på andra

valutor. Detta kommer att ge en tendens till stigande priser på andra valutor, dvs depreciering av den svenska kronan. På motsvarande sätt får man en tendens till appreciering av den svenska kronan, när den svenska räntenivån stiger snabbare än räntorna utomlands.

Om nu — som vi har förutsatt — den svenska räntenivån sjunker mer än utomlands under lågkonjunkturer kommer detta alltså att medföra en tendens till depreciering av den svenska kronan via anpassning till ändrade ränteskillnader. På motsvarande sätt ger sådana kapitalrörelser en tendens till appreciering av den svenska kronan under högkonjunkturer, om de svenska räntorna då stiger mer än de utländska. Anpassningen till de ändrade ränteskillnaderna genom kapitalrörelser motverkar alltså den effekt som konjunktursvängningarna i utrikeshandeln utövar på totala efterfrågan under rörliga växelkurser.

Om det trots denna mekanism fortfarande finns tendens till appreciering av den svenska kronan under lågkonjunktur och depreciering under högkonjunktur, t ex på grund av att penningpolitiken inte utformas på det sätt som vi förutsatte i resonemanget ovan, så tillkommer ännu en automatisk växelkursstabilisator. Den som har sinne för affärer tänker nämligen i en lågkonjunktur: Om utländska valutor är billiga i nuvarande konjunkturläge men dyra i nästa högkonjunktur, bör det löna sig att köpa valutor nu och sälja dem när högkonjunkturen kommer. Om det är många (med mycket pengar) som handlar enligt denna tankegång, kommer kronan inte att apprecieras så mycket under lågkonjunkturerna och inte att deprecieras så mycket under högkonjunkturerna. Spekulationen verkar med andra ord stabiliserande.

För att kursspekulation i en utländsk valuta skall löna sig skall kursvinsten vara större än skillnaden mellan den ränta man skulle få om man behöll sina pengar i svenska finansiella tillgångar och den ränta man får på tillgodohavandet i den utländska valutan. Om den senare räntan är noll — vilket den i vissa fall kan vara som ett resultat av valuta-regleringen — lönar sig kursspekulation endast om prishöjningen är ganska stor. I ett sådant läge begränsas alltså spekulationens utjämnande verkan.

Kapitalrörelser spelar alltså en viktig utjämnande roll vid ett system med fritt rörliga växelkurser. Att anpassning till ändrade ränteskillnader och — framför allt — kursspekulation får ske fritt är en

---

skulle ha gjort etc (s k spärrhakeeffekt). Detta argument förlorar emellertid sin relevans, om det fortsatta resonemanget om kapitalrörelsernas verkningar är riktigt.

förutsättning för att valutakursernas konjunktursvängningar inte skall göra det svårare att bedriva intern stabiliseringspolitik. Det brukar också anges som en fördel för de företag som är engagerade i utrikeshandel att svängningarna i valutakurserna är små.

Däremot är det ganska klart att ett system med fasta växelkurser förutsätter reglering av kapitalrörelserna. Fasta växelkurser är ett slags priskontroll på valutor. Vid denna priskontroll uppkommer lätt överskottsutbud eller överskotts-efterfrågan på utländska valutor. Ett sätt att eliminera sådana situationer av obalans är att låta enskilda länder ha extra kraftig inflation respektive extra stor arbetslöshet. I den mån man inte vill acceptera sådana lösningar återstår medlet att förbjuda en del av efterfrågan eller utbudet från att komma till uttryck, dvs att reglera varuhandeln och/eller kapitalrörelserna. Det går inte för det enskilda landet — som en del oteoretiska praktiker tycks tro — att samtidigt få fasta växelkurser, stabilt penningvärde, full sysselsättning, oreglerad utrikeshandel och fria kapitalrörelser. Så många frihetsgrader har vi som regel inte.

Vid mitten av mars bestämdes att den svenska kronan skall ingå i ett block av valutor, vilkas växelkurser med varandra hölls fasta. Detta valutablock skall sedan flyta i förhållande till dollar, pund, yen etc. Vi har (när detta skrivs) alltså ett system med både fasta och flytande växelkurser. Skall kapitalrörelserna regleras i en situation som denna? Denna fråga kan inte utan vidare besvaras. Det ligger nära till hands att säga att kapitalrörelser avseende D-mark, danska kronor etc borde regleras under det att kapitalrörelser avseende dollar, yen etc skulle få vara fria. De flesta inser emellertid att en sådan ordning inte är hållbar. Det går inte att reglera direkta kapitalrörelser mellan Sverige och Västtyskland samtidigt som man har fria kapitalrörelser mellan Sverige och USA respektive USA och Västtyskland. Man är närmast benägen att säga att det ser ut som om vi har satt oss mellan två stolar, när vi valt den (i skrivande stund) nuvarande lösningen. Därför är det rimligt att gissa att vi ganska snart får anledning att ompröva valutapolitiken.

Ekon lic *Bertil Lindström*,  
Industriens Utredningsinstitut