LARS HÖRNGREN
CARSTEN KOWALCZYK
ANDERS VREDIN

Dollarkursen — mysterium eller strukturfenomen?

Dollarkursen har stigit snabbt under de senaste åren. Detta beror enligt den analys som presenteras här på en kombination av stora budgetunderskott i USA och bristande flexibilitet i de västeuropeiska ekonomierna. Det finns enligt författarna därför ingen anledning att betrakta dollarn som övervärderad.

Tabell 1. Dollarns utveckling gentemot några viktiga valutor

	Genomsnittlig dollarkurs 1980	Dollarkurs 15/2 1985	Procentuell förändring
SEK	4,228	9,285	+ 120
DM	1,815	3,269	+ 80
Sfr	1,673	2,777	+ 66
Pund	0,430	0,908	+ 111
Yen	225,9	257,2	+ 14

Utan hänsyn till alla förutsägelser om ett snart kursfall har dollarn fortsatt att stiga. Detta förhållande gäller inte enbart den svenska kronan utan i varierande grad alla de västeuropeiska valutorna; se tabell 1. Finns det någon rationell förklaring bakom denna dramatiska utveckling?

I debatten framstår det hela ofta som ett mysterium. Det hävdas regelbundet att dollarn är kraftigt övervärderad, dvs det betalas mer för en dollar än vad den "egentligen" är värd. Dess sanna värde skulle enligt detta synsätt vara bestämt av dollarns relativa köpkraft i USA respektive Sverige. Ett exempel kan vara belysande. En Volvo 245 Turbo kostar 106 700 kr i Sverige, medan samma bil i USA kan köpas för 19 000 dollar.[1] För en amerikan som får 9,50 kr per dollar skulle det uppenbarligen löna sig att växla till sig kronor och köpa bilen i Sverige för vad som motsvarar ca 11 200 dollar. För att sådana arbitrageaffärer inte ska vara lönsamma borde alltså kursen vara 5,60 kr/dollar (106,7/19 ≈ 5,6). Detta kallas för principen om köpkraftsparitet. Det är konstaterandet att dollarns köpkraft f n är betydligt större i Europa än i USA som i allmänhet ligger bakom påståendena

Ekon lic LARS HÖRNGREN och civilekonom ANDERS VREDIN är doktorander vid Handelshögskolan i Stockholm. Cand polit CARSTEN KOWALCZYK är doktorand vid Københavns universitet och University of Rochester.

[1] Källa: Teknikens Värld, Nr 5 1985, sid 18—19.

att dollarn är övervärderad.

När bedömningar av dollarns "sanna" värde görs utifrån principen om köpkraftsparitet, jämför man naturligtvis inte priserna på en enda vara i USA och Sverige. Man jämför i stället den genomsnittliga prisnivån, som den avspeglas i t ex konsumentprisindex. Ett problem är därvid att det i KPI ingår varor som inte handlas internationellt. Inflationstakten kan, som exempelvis i EFO-modellen, betraktas som ett vägt genomsnitt av prisstegringstakten på varor som går i internationell handel resp inte handlas internationellt. Skillnader i konsumtionsmönster, dvs i de vikter som ingår i sammanvägningen, är således tillräckliga för att två länders inflationstakt mätt av KPI ska vara olika. Om dessutom prisstegringstakten på de varor som inte är utsatta för internationell konkurrens skiljer sig åt blir möjligheterna för avvikelse från köpkraftsparitet än större. Orsaken till att en del varor inte handlas internationellt är i grund och botten att dessa har alltför höga transport- och/eller transaktionskostnader. Förekomsten av sådana kostnader gör dessutom att köpkraftsparitet inte behöver hålla exakt ens för varor som går i internationell handel. Att köpkraftsparitet inte gäller bevisar således på intet sätt att dollarn är övervärderad.

Vi ska i det följande diskutera några faktorer som drivit fram appreciering-en av dollarn. Analysen ger oss inte möjlighet att bedöma om dessa faktorer är tillräckliga för att förklara hela uppgången, men vi kan visa att dollarns uppgång i sig är resultatet av fundamentala ekonomiska förändringar och att frånvaron av köpkraftsparitet inte är avgörande för dollarns framtida utveckling.

En enkel modell

Den modellram vi använder oss av är enkel och välkänd, exempelvis från EFO-modellen. Ekonomin är uppdelad i två sektorer, en konkurrensutsatt — K-sektorn, som består av exportindustrin och importkonkurrerande branscher — och en sektor som är skyddad från utländsk konkurrens — S-sektorn. Vidare betraktar vi en värld som består av två "länder" — USA och Västeuropa.

När det gäller växelkursens bestämning är det enkla antagandet att dollarns värde bestäms av samspelet mellan utbud och efterfrågan på dollar, dvs på valutamarknaden. Allmänt sett kan vi säga att västeuropéer efterfrågar dollar för två typer av transaktioner: för att köpa amerikanska varor och för att köpa amerikanska värdepapper. På motsvarande sätt utbjuds dollar av amerikaner som vill köpa europeiska varor och värdepapper. I ett system med rörliga valutakurser måste exempelvis ett amerikanskt kapitalbalansöverskott uppvägas av att USA har ett bytesbalansunderskott som *i värde* är exakt lika stort för att marknaden ska vara i jämvikt. Den anpassningen sker genom att växelkursen ändras till dess utbudet på dollar är lika med efterfrågan.

Bakom utvecklingen på valutamarknaden ligger således bytesbalans- respektive kapitalbalanstransaktioner. Följaktligen är det här vi måste börja för att finna förklaringen till dollarns uppgång.

Orsakerna till dollaruppgången

Startpunkten för vår förklaring är den omläggning av den ekonomiska politiken i USA som följde på valet av Reagan 1980. Den nya politiken omfattade bl a betydande skattesänkningar och ökade försvarsutgifter, vilket gav upphov till stora och växande budgetunderskott. Budgetunderskottet fyrfaldigades mellan 1980 och 1983. Samtidigt bedrevs en målmedveten anti-inflationspolitik. Eftersom penningmängden inte tilläts att öka, måste budgetun-

derskottet finansieras genom obligationsförsäljning. Detta pressade upp realräntenivån i USA. En viss tröghet i anpassningen till den lägre inflationstakten kan också ha bidragit till höjningen av de reala räntorna. Den långa obligationsräntan i USA var 1983 på ungefär samma nivå som 1980 (omkring 11 %), medan inflationstakten sjönk drastiskt under perioden (från ca 10 % till ca 3 %). De nominella räntorna i USA nådde sin höjdpunkt under 1981.

Höjningen av räntorna i USA medförde att placeringar i dollar blev mer attraktiva än motsvarande tillgångar i Västeuropa. Det uppstod således ett kapitalinflöde till USA, vilket är liktydigt med en ökad efterfrågan på dollar på valutamarknaden. Avgörande för huruvida detta leder till en appreciering av dollarn är emellertid vilka effekter dessa störningar har på utbudet av dollar.

Kapitalflödet från Europa till USA kan betraktas som en överföring av köpkraft.[2] Genom utlandsupplåningen kommer USA:s konsumtionsmöjligheter inte längre att vara begränsade till värdet av landets egen produktion, medan köpkraften i Västeuropa nu understiger det värde som de europeiska produktionsfaktorerna kan framställa. Resultatet av köpkraftsöverföringen blir en allmän efterfrågeökning i USA och en minskning i Europa. Det är otvetydigt att det därvid uppstår ett efterfrågeöverskott på den amerikanska S-sektorns produkter och ett utbudsöverskott inom den skyddade sektorn i Europa.

Däremot är nettoeffekten på respektive lands K-sektor osäker; den ökade efterfrågan i USA uppvägs ju av en minskad europeisk efterfrågan. Under alla omständigheter innebär detta att USA får ett bytesbalansunderskott, men vid givna varupriser kommer detta att vara mindre än överskottet i kapitalbalansen, dvs mindre än den totala överföringen av köpkraft. Den ökade köpkraften riktar sig både mot S-sektorns och K-sektorns produkter. Ökningen av dollarutbudet via bytesbalanseffekten är alltså mindre än den ökning av dollarefterfrågan som kan avmätas i kapitalbalansen. Nettoeffekten blir en överskottsefterfrågan på dollar och en tendens till appreciering av densamma.

Denna direkta effekt kan nu antingen försvagas eller förstärkas beroende på den interna anpassningen i USA respektive Västeuropa. Vi antar för enkelhetens skull att K-sektorn hela tiden är i jämvikt, dvs att den minskade efterfrågan i Europa precis uppvägs av ökningen i USA.

För att marknaden för S-sektorns produkter i USA ska komma i jämvikt krävs att dess priser stiger i förhållande till K-sektorns. Ju mer S-sektorns priser stiger desto större blir det amerikanska bytesbalansunderskottet mätt i kvantitet och desto mindre blir uppgången i dollarkursen. Motsvarande krav på anpassning uppstår också för S-sektorn i Västeuropa, men här är det en sänkning av priserna som erfordras. I den mån priserna i S-sektorn är trögrörliga nedåt ökar således kravet på anpassning av växelkursen.[3]

Notera att växelkursförändringen i sig medverkar till den nödvändiga anpassningen av relativpriser och produktion. Antag att alla varor som handlas internationellt prissätts i dollar. En appreciering av dollarn innebär då högre

[3] Med perfekt flexibla priser skulle marknaderna for "S-varor" och "K-varor" alltid vara i jämvikt. Detta innebär, enligt vad som i nationalekonomisk teori kallas "Walras' lag", att även valutamarknaden är i jämvikt. Omvänt gäller att pristrogheter som skapar ojämvikt inom respektive lands S-sektor rubbar jämvikten på valutamarknaden och framkallar växelkursjusteringar.

[2] Den teori som presenteras här har sitt ursprung i Keynes' och Ohlins debatt om de ekonomiska konsekvenserna (bl a for växelkurser) av den internationella köpkraftsöverföring som de tyska skadeståndsbetalningarna efter första världskriget innebar. Se Keynes [1929, 1930, kap 21] och Ohlin [1929]. For en modern analys, se Norman [1983], kap 4.

priser på den europeiska K-sektorns produkter mätt i europeisk valuta. Utbudet av europeiska varor på världsmarknaden ökar följaktligen, vilket tenderar att sänka världsmarknadspriserna i dollar. I USA blir reaktionen ett växande underskott i bytesbalansen, eftersom den amerikanska K-sektorn minskar sitt utbud samtidigt som efterfrågan på "K-varor" ökar i USA. Parallellt innebär det högre relativpriset på S-sektorns produkter att efterfrågan på "S-varor" hålls tillbaka och utbudet ökar. Efterfrågeöverskottet inom S-sektorn i USA tenderar således att minska.

Notera också att fördelningen mellan intern prisanpassning och växelkursanpassning bestämmer den genomsnittliga prisstegringstakten i USA och Västeuropa. Om en stor del av anpassningen kommer till stånd genom höjning av S-sektorns priser i USA respektive en sänkning i Västeuropa, innebär detta en inflationistisk utveckling i USA och en deflationistisk utveckling i Västeuropa. Omvänt gäller att växelkursanpassning ger en deflationistisk utveckling i USA och en inflationistisk utveckling i Västeuropa.

Man kan peka på förekomsten av en möjlig asymmetri mellan USA och Västeuropa: Den nödvändiga prissänkningen på S-produkter i Europa är, p g a en allmän tröghet när det gäller prisanpassning nedåt, mindre sannolik än prishöjningen i USA. Anpassningen kan emellertid försvåras även i USA, p g a den utpräglade antiinflationspolitiken. En hög grad av växelkursanpassning är ju förenlig med denna politik, medan en intern prisanpassning inte är det.

Vi kan således konstatera att om varupriserna är trögrörliga faller en större andel av anpassningskravet på växelkursen. Även trögheter i anpassningen av produktionen spelar in i detta sammanhang. Det som måste ske i Europa är en ökning av K-sektorns produktion och en krympning av S-sektorn. Om denna överflyttning av resurser sker snabbt och smidigt, kan amerikanernas ökade efterfrågan på varor från K-sektorn tillfredsställas — och överefterfrågan på dollar elimineras — utan några stora förändringar av dollarkursen. Produktionsfaktorernas rörlighet inom ekonomierna är således avgörande. Eftersom det är rimligt att tänka sig att vi befinner oss mitt i denna process för närvarande, är dessa faktorer viktiga för bedömningen av dollarns framtida utveckling. Flera scenarier är här möjliga och vi återkommer till dessa nedan.

Slutsatsen av detta resonemang är att höjningen av dollarkursen sammanhänger med trögheter i anpassningen av priser och produktionsnivåer. Överföringen av köpkraft till USA via det amerikanska kapitalinflödet nödvändiggör ett bytesbalansunderskott som i värde är precis lika stort som överskottet i kapitalbalansen. I den mån kvantiteter och varupriser är trögrörliga måste med nödvändighet växelkursen stiga för att jämvikt på valutamarknaden ska etableras. Ur detta perspektiv är den kraftiga höjningen av dollarkursen framför allt ett symptom på trögheter i pris- och kvantitetsanpassningen, vilka i sin tur uppdagats genom den i USA förda finans- och penningpolitiken.

Vad händer med dollarkursen i framtiden?

Svaret på denna fråga måste naturligtvis bero på vad vi tror om utvecklingen av de faktorer som, enligt analysen ovan, förklarar dollarkursens utveckling.

För det första bör det påpekas att på mycket kort sikt finns det ingen anledning att påstå att dollarn ska gå vare sig upp eller ner. Över denna tidshorisont bestäms kursen primärt av de korta kapitalrörelserna, vilka i sin tur styrs av förväntningar om ränteutvecklingen.

Den aktuella dollarkursen avspeglar dessa förväntningar. På en effektiv marknad, och det finns all anledning förmoda att valutamarknaden uppfyller den förutsättningen, är det i princip endast oförväntade händelser som framkallar förändringar. Dessa kan definitionsmässigt inte förutsägas. Det finns också empiriska undersökningar som visar att den bästa prognosen för en valutas kurs i morgon är att säga att den blir lika med dagens notering (se t ex Meese och Rogoff [1982]).

Dagens kurs bygger naturligtvis även på förväntningar om variabler med långsiktig betydelse för dollarns utveckling. Allt eftersom bedömningen av dessa faktorer skiftar, kommer också dollarkursen att påverkas.

Mot bakgrund av diskussionen ovan är det uppenbart att utvecklingen av den amerikanska finans- och penningpolitiken är en av dessa avgörande faktorer. Om budgetunderskottet i USA fortsätter att växa utan att penningpolitiken blir väsentligt mer expansiv, kommer överskottet i kapitalbalansen också att öka, vilket medför en fortsatt stigande dollarkurs. Om underskottet permanentas på nuvarande nivå upphör visserligen trycket uppåt på dollarn, men det är först om budgetunderskottet börjar minska som en nedgång av dollarn kan förväntas.

Dessa förutsägelser gäller allt annat lika och det är i första hand anpassningen av produktionsstrukturen i Europa respektive USA som avgör om dessa tendenser verkligen kommer att komma till uttryck.

Om anpassningsförmågan i Västeuropa är svag, leder nedgången i efterfrågan på S-sektorns produkter till arbetslöshet och en förstärkt tendens till stegring av dollarkursen.[4] När (om) väl produktionsstrukturen börjar anpassas, kan dollarkursen sjunka även om den ekonomiska politiken i USA hålls oförändrad. Detta beror på att växelkursen, p g a en stel produktionsstruktur, initialt kan "skjuta över" det redan höga värde som är resultatet av själva köpkraftsöverföringen i kombination med prisstelhet. Avgörande för om dollarkursen nu kommer att stiga ytterligare eller att sjunka är således om Europa har den nödvändiga strukturomvandlingen bakom eller framför sig.

Förutsatt att Västeuropa förmår lösa sina strukturproblem och att växande amerikanska budgetunderskott inte driver upp kursen skulle vi således kunna förvänta oss en nedgång av dollarkursen. Det är emellertid inte alls uppenbart att dessa förutsättningar kommer att uppfyllas. En tolkning av den höga dollarkursen är att aktörerna på valutamarknaden inte tror att anpassningsprocessen kommer att kunna genomföras.

Att dollarkursen stigit gradvis och att marknadens prognoser av allt att döma gång på gång slagit fel sammanhänger antagligen primärt med missbedömningar av den ekonomiska politiken. Även för den som tvivlade på "supply-side economics" torde det ha varit svårt att förutsäga hur stort det amerikanska budgetunderskottet skulle komma att bli. Likaså kan trögheterna i Västeuropas ekonomier ha visat sig vara större än väntat. Det faktum att inte dollarkursen anpassats i ett steg är således varken belägg för att valutamarknaden är ineffektiv eller för att vår beskrivning av utvecklingen är felaktig.

Slutkommentar

I den här artikeln har vi analyserat dollarkursens utveckling som resultatet av vissa fundamentala förändringar i världsekonomin. Den viktigaste av dessa är den amerikanska budgetpolitiken,

[4] Det förhållandet att såväl arbetslösheten som inflationstakten i USA sjunkit avsevärt kan tolkas som att man hittills lyckats avsevärt bättre med sin del av anpassningen.

men för den skull kan man inte påstå att den höga dollarkursen är Reagans "fel". Att politiken lett till en appreciering av dollarn beror i hög grad på Västeuropas reaktion, eller snarare brist på reaktion. Att inhemska faktorer har betydelse framgår av den japanska yenens utveckling. Som tabell 1 visar har denna endast deprecierats med 14 procent i förhållande till dollarn sedan 1980, att jämföras med exempelvis 80 procent för D-marken. Tolkningen av detta måste bli att den japanska ekonomin visat sig vara avsevärt mer flexibel än den västeuropeiska.

Ur detta perspektiv framstår den höga dollarkursen som ett symptom på fundamentala problem i Västeuropas ekonomier vilka avslöjats genom den amerikanska politiken. Den bristande flexibiliteten har medfört att den nödvändiga expansionen av K-sektorn inte kommit till stånd. Att detta krav på anpassning kommer vid en tidpunkt då viktiga delar av den traditionella K-sektorn i Västeuropa, exempelvis varvs- och stålindustrin, är föråldrade och har förlorat sin konkurrenskraft gör självfallet inte strukturproblemen mindre allvarliga.

Att mot denna bakgrund rycka på axlarna och säga att dollarn är uppenbart övervärderad och snart kommer att falla är därför inte endast en felsyn. Det är också en attityd som speglar en kraftig underskattning av Västeuropas ekonomiska problem.

Referenser

Keynes, J.M., [1929], "The German Transfer Problem", *Economic Journal* Vol. 39, March.
Keynes, J.M., [1930], *A Treatise on Money*, Vol. I, MacMillan, London.
Meese, R.A. och Rogoff, K., [1982], "Empirical exchange rate models of the seventies: Do they fit out of sample?", Board of Governors of the Federal Reserve System, stencil.
Norman, V., [1983], *En liten, åpen økonomi*, Universitetsforlaget, Oslo.
Ohlin, B., [1929], "Transfer Difficulties, Real and Imagined", *Economic Journal* Vol. 39, June.