

Det nya valutasystemet

Frågan hur länder med omfattande internationella ekonomiska transaktioner ordnar sina finansiella mellanhavanden är ett fascinerande kapitel. Som vid många andra ekonomiska frågeställningar har vi ett behov av att förstå och beskriva de mekanismer som samordnar — eller vägrar samordna — en oöverskådlig mängd transaktioner och beteenden. I första hand vill vi väl att systemet ska fungera, i andra hand är vi intresserade av att systemet har vissa optimalitetsegenskaper, att det inte leder till onödigt slöseri. Några av de grundläggande internationella valutaproblemen är ytterst komplexa och representerar redan därigenom en utmaning. Den praktiska och politiska betydelsen av valutasystemets funktionssätt är dessutom nästan omätlig. Det kan därför vara av intresse att något granska vårt valutasystem efter några års genomgripande förändringar.

Ett identifieringsproblem

Rent tekniskt kan den finansiella regleringen av internationella ekonomiska transaktioner ske på flera sätt, men två

Fil dr SVEN GRASSMAN arbetar på institutet för internationell ekonomi vid Stockholms universitet. Hans forskningsarbete har främst varit inriktat på internationella betalningsproblem. Det senaste året har han i USA deltagit i ett forskningsprojekt rörande dollarns ställning i det internationella betalningssystemet.

huvudprinciper kan urskiljas [Grassman, 1973 a]. Antingen hålls avräkningspriset mellan olika valutor något så när konstant, varvid över- och underskott i de enskilda länderna regleras genom en omfattande låneverksamhet. Eller anpassas avräkningspriset kontinuerligt så att över- och underskott i skilda länder utjämnas. Det är dessa två mekanismer som brukar kallas fasta resp rörliga växelkurssystem. De två typerna av valutasystem har tillämpats i mer eller mindre renodlad form under olika perioder. Bretton Woods-systemet 1944—1973 kan grovt sett karakteriseras som ett system med fasta kurser, medan erfarenheterna av rörliga växelkurser är begränsade till korta perioder före och efter Bretton Wood-systemet.

Om man nu vill jämföra hur systemen har fungerat, så ställs vi inför ett oerhört besvärligt "identifieringsproblem". I synnerhet är det svårt att jämföra det fasta växelkurssystemets sista år med de första åren av nuvarande flytande växelkurssystem — det blir lätt en jämförelse mellan det fasta systemets döds-kamp och det flytande systemets födslovårdor, i stället för en jämförelse mellan två renodlade fall. Det är därför nästan omöjligt att genomföra ett rättvisande "ceteris paribus"-resonemang för några historiska år med skilda valutasystem. Jag ska emellertid försöka urskilja en del drag som synes direkt relaterade till förändringarna i själva valutasystemet. Vanskligheten i ett sådant företag illustreras av de betydelsefulla "exogena chocker" — främst oljekrisen 1973 — som inföll under det flytande systemets första år. En annan och än svårare komplikation är den starkt ökade inflationstakten i hela världen under

samma period: är världsinflationen ännu en "exogen" störning att beakta när vi bedömer det nya valutasystemet, eller är inflationen delvis en *följd* av det nya systemet?

Enighet torde råda om att den snabba inflationstakten 1972—74 i hela världen i huvudsak var ett resultat av flera faktorer utan direkt relation till själva valutasystemets utformning: en sällsynt synkroniserad konjunkturuppgång i nästan alla länder (utom Sverige), en våldsamt råvaruboom som inte var begränsad bara till oljan, starka monetära inflationseffekter från en överansträngd USA-ekonomi i Vietnamkrigets kölvatten etc. Det råder också stor enighet om att det nya flytande systemets första år sammanföll med — och i själva verket var resultatet av — ökade påfrestningar på valutasystemet, och att ett fast valutasystem inte kunnat fungera under dessa svåra förhållanden. I denna bemärkelse har det alltså inte funnits något val mellan olika valutasystem, och frågan om de fasta och rörliga systemens fördelar och nackdelar blir då en jämförelse mellan ett system som kunde, och ett som inte kunde, fungera under de stora påfrestningar som den internationella finansiella mekanismen utsattes för under 70-talets första år.

Den traditionella diskussionen om de två systemens fördelar och nackdelar har därmed fått en ovanligt klar och konkret lösning. Likväl kan det ha sitt intresse att granska det nuvarande systemets funktionssätt samt att jämföra det nya systemet med den akademiska teoris förutsägelser om ett system med flytande växelkurser. Utvecklingen har innehållit en del överraskningar och man frågar sig i vad mån detta enbart berott på förekomsten av extraordinära störningar, som inte har med valutasystemet att göra, eller i vad mån traditionell teori var bristfällig.

Överraskande utveckling

Den viktigaste invändningen mot flytande växelkurser har alltid varit oro för vad en eventuellt ökad osäkerhet om växelkursernas utveckling skulle ha för inverkan på utrikeshandel och övriga ekonomiska transaktioner mellan de nationella

ekonomierna. Tankegången har två beståndsdelar, vilka båda varit föremål för långvarig dispyt. 1) Dels har man diskuterat *om* ett system med flytande växelkurser måste innebära ökade fluktuationer och därmed ökad risk i avslutning till utlandstransaktioner. 2) Dels har man diskuterat om eventuellt ökad variabilitet i växelkurserna skulle leda till stagnation i världshandeln, och därmed till en långsammare inkomstutveckling i de individuella ekonomierna.

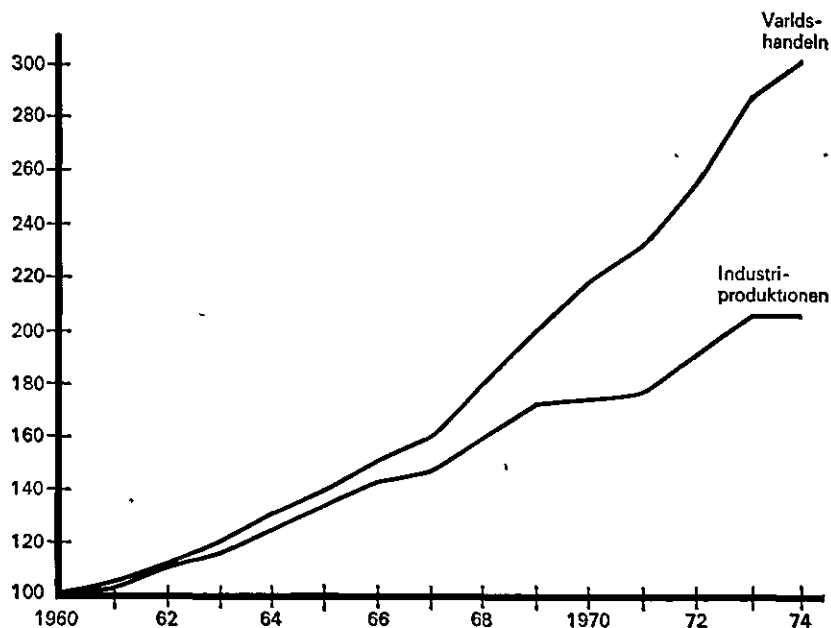
En något överraskande erfarenhet av det nuvarande systemet med flytande kurser är att världshandeln under det flytande systemets första år ökade snabbare än någonsin. I reala termer ökade världshandeln under 1973 nästan dubbelt så snabbt som genomsnittet för närmast föregående tioårsperiod — produktion och real inkomstutveckling var samtidigt gynnsammare än under lång tid (se *diagram 1*). Den allvarligaste farhågan inför ett system med flytande växelkurser har alltså visat sig ogrundad och det kan vara intressant att fråga sig vad som hänt härvidlag.

Sett över en femårsperiod var variabiliteten i växelkurserna långt större under 1973—74 än under de föregående åren med försök till fasta växelkurser (*diagram 2*). Så långt hade alltså motståndarna till flytande kurser rätt; variabiliteten i växelkurserna har — åtminstone under den stormiga övergångsperioden — varit betydande, och den stabiliserande spekulaton som t ex Friedman [1952] och Johnson [1968] räknat med, har inte varit tillräckligt stark för att ge en lugn kursutveckling. *De facto* ställdes alltså exportörer och importörer i hela världen inför ökad osäkerhet i prishänseende vid utlandstransaktioner. Likväl ökade de sina affärer mer än någonsin. Hur förklara detta?

Handel och inkomstutveckling

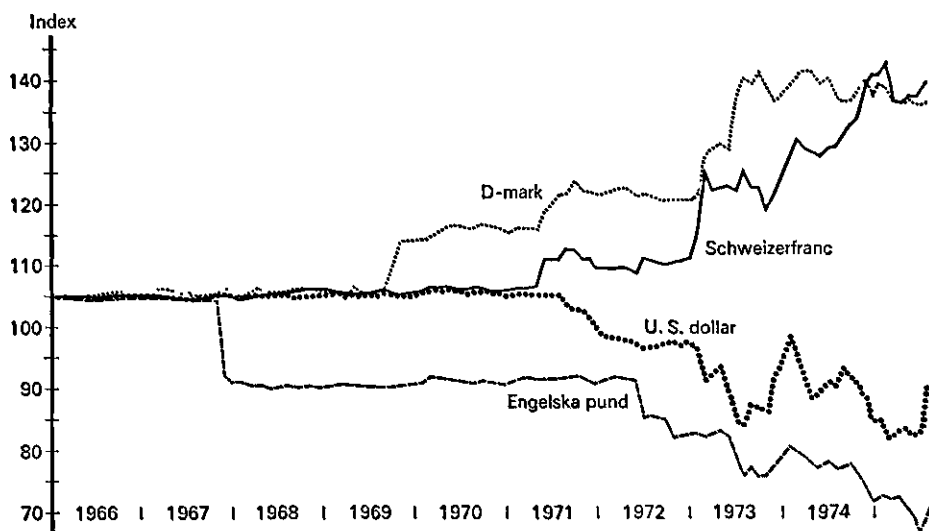
Uppenbarligen ledde ökad osäkerhet inte till stagnation i utrikeshandeln: något brast i argumentets andra led. Förklaringen är rätt naturlig: företagaren står inför en stor mängd priser, löner, kostnader, *vilka samtliga är omgivna av osäkerhet*. Det är då svårt att se att utlandstransaktioner nödvändigtvis skulle vara

Diagram 1. Industriproduktionen i OECD och världshandeln (export), fasta priser. Basår 1960



Källor: Main Economic Indicators, OECD Historical Statistics, 1955—1966 och Monthly Bulletin of Statistics, 1973: 10, 1974: 4

Diagram 2. Index för viktigare valutakurser mot kronan. Index jan 1966=100



Källa: Svenska handelsbankens arbitrageavdelning

så känsliga för samma osäkerhet. Det har redan tidigare på rent teoretiska grunder framhållits att företagets behov av riskgardering i form av terminssäkring är begränsat [Grassman 1973 b]. Det kan också hävdas att en del av den "extra" osäkerhet som omger handel över nationsgränser (och mellan länder med skilda penningssystem) representerar en verklig social kostnad och att ett system med fasta kurser i själva verket kan ses som en icke-optimal subvention på utlandstransaktioner i relation till interna transaktioner [jfr Lanyi 1969]. Men en viktig fråga kvarstår: om centralbankerna i det fasta systemet delvis betalade riskpremien på just utlandstransaktioner så borde borttagandet av denna subvention vid övergången till flytande kurser ha gjort utlandstransaktioner relativt sett mindre attraktiva. Varför ökade då världshandeln *snabbare* än tidigare?

Enligt min mening är det möjligt att särskilja en pris- och en inkomsteffekt när vi studerar utrikeshandelns utveckling. Relativt sett ledde det flytande systemet — åtminstone 1973/74 — till ökad osäkerhet i utlandstransaktioner. Men priserna är bara *en* faktor, och på kort sikt en underordnad faktor i detta sammanhang. Den huvudsakliga bestämningsfaktorn för utrikeshandeln är *inkomst- och efterfrågeutvecklingen* hos de handlande länderna. I det fasta kursystemet var enskilda länders betalningsbalansrestriktion mera påtaglig via skarpa förändringar i valutareserven vid rådande växelkurs. Realekonomiskt betalades därför subventionen på växelkursstabilitet genom en rigorös inkomstanpassning, "stop-go"-politik, och långsammare tillväxt. England under 50- och 60-talen och Sverige 1971—72 är goda exempel på hur valutaavtappning ledde till restriktiv ekonomisk politik, långsam tillväxt och därmed krypande import. På mikroplanet är det lätt att se detta: svenska exportörers försäljning till England var långsam fram till 1972, då England lät pundet flyta och kunde låta ekonomin expandera snabbare än tidigare. Därefter ökade Sveriges export till England långt snabbare än tidigare — trots att osäkerheten om relationen krona-pund blivit större än tidigare.

Ökad risk i prishänseende bör rimli-

gen i och för sig ha en hämmande effekt på handelsvolymen. Men denna effekt måste vägas mot övriga bestämningsfaktorer för handeln, vilka indirekt påverkas av valutasystemets utformning. Det är i detta sammanhang förvånande att konstatera att den teoretiska diskussionen i så hög grad fastnat i partiell analys av riskens betydelse för företagsbeteendet, medan de totala återverkningarna via betalningsbalansrestriktioner, stabiliseringspolitik och allmän aktivitetsnivå vid olika valutasystem kommit i bakgrunden.

All empirisk information är svårtolkad för den korta period det är fråga om, men *diagram 3* ger ett visst stöd åt hypotesen att variabiliteten i växelkurserna inte haft en avgörande betydelse för utrikeshandelns utveckling. Vid en uppdelning av Sveriges handel med länder, vilkas valuta varit fastlagd gentemot kronan respektive vilkas valuta flutit gentemot kronan, kan ingen systematisk skillnad urskiljas: handeln med flexibla kurser har inte utvecklats långsammare än handeln med fasta kurser.¹

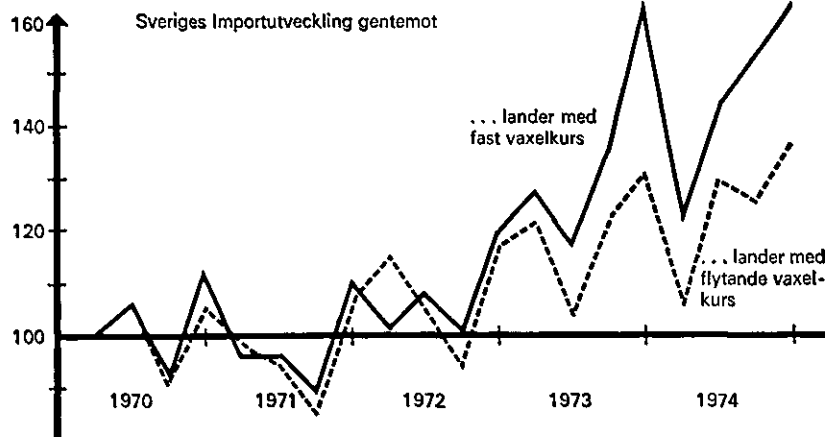
Om vi tar hänsyn till både pris- och inkomsteffekterna är det klart att osäkerheten i ett flytande system inte behöver leda till minskad handel. Mot bakgrund av dessa samband, och med facit i hand, är det fascinerande att fråga sig hur en vanföreställning — låt vara med en viss enkelhetens psykologiska attraktionskraft — kan vinna nästan allmän anslutning under lång tid. Standardargumentet om valutariskens förödande inverkan på utrikeshandel får alltså mönstras ut ur vår osäkra föreställningsvärld.

Ökad terminssäkring

I traditionell valutateori har man räknat med att ett flytande kurssystem skulle åtföljas av en expanderande forward- eller terminsmarknad (termerna är synonyma). I Sverige har detta också blivit fallet: den ökade valutarisken har delvis klarats genom att exportörer och importörer terminssäkrat sina kontrakt.

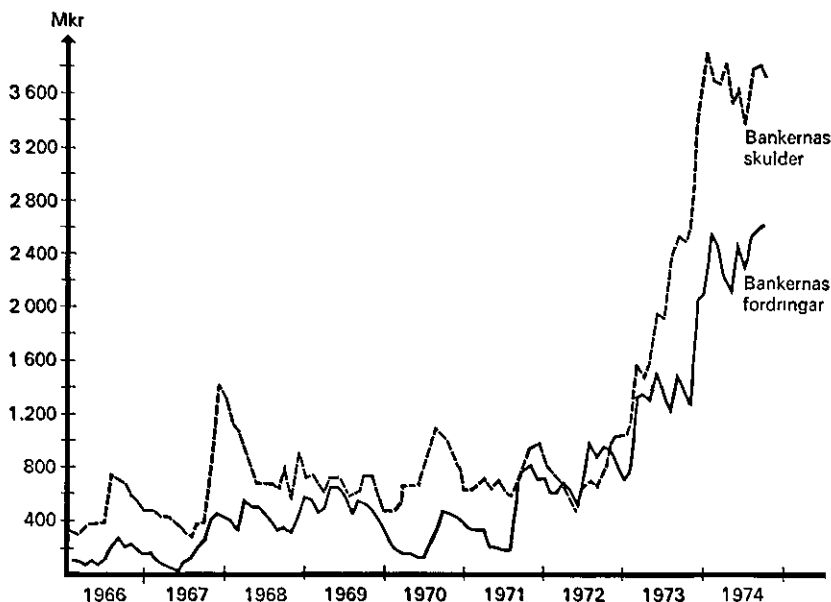
¹ Även om kronan sedan 1973 varit bunden till D-marken så har huvuddelen av vår handel ägt rum med länder, vilkas valuta flutit gentemot kronan.

Diagram 3. Sveriges handel med OECD uppdelad på länder som tillämpade fasta resp flytande växelkurs med Sverige i maj 1974. Index 1:a kvartalet 1970=100; fasta priser



Källor: OECD Statistics of Foreign Trade, serie A, Konjunkturläget 1972, 1974 och SCB, Allmän månadsstatistik 1974: 8

Diagram 4. Volym av terminskontrakt mellan svenska företag och de fyra största bankerna 1966—74, Mkr



Källa: Sveriges riksbank

Diagram 4 visar en ovanligt väluppfosttrad verklighet. Som väntat har terminssäkring ökat dramatiskt från början av 1973, dvs den tidpunkt då det fasta kurssystemet övergavs. Efter att under slutet av 60-talet och början av 70-talet — med undantag av några markerade valutakriser då terminsaffärerna ökade — ha legat på en relativt stabil nivå, två- och nästan tredubblas denna marknad under det rörliga systemets första år. Alltjämt är det dock en mindre del av de totala export- och importbetalningarna som terminssäkras. Enligt 1973 års tullenkät [SCB 1974] terminssäkrades under 1973 6 procent av importen och 3 procent av exporten. Som framgår av diagrammet är dock fördelningen över året ytterst ojämn — vid utgången av året är terminsvolymen ungefär dubbelt så stor som vid årets början. Om volymen har legat kvar på denna nivå därefter, så kan andelen av terminssäkring inom utrikeshandeln snarare uppskattas till 10—15 procent.

En närmare granskning av dels 1973 års tullenkät, dels de data som ligger till grund för diagram 4 avslöjar några drag hos företagens valutabeteende och ter-

minsmarknadens funktionssätt som tidigare inte varit kända. Terminssäkring utnyttjas oftare än genomsnittligt av "stora" företag, och "långa" krediter terminssäkras oftare än genomsnittet för hela utrikeshandeln. Det är framför allt kontrakt i dollar, pund och D-mark som terminssäkras — dessa tre valutor var helt dominerande både under 1973—74 och under åren dessförinnan (sedan 1966). Även om det finns ett tydligt samband mellan terminssäkringsvolym i viss valuta och instabilitet för valutan i fråga, så kan alltså ett annat mönster urskiljas: terminssäkring är särskilt vanlig för vissa typer av varor och företag. Terminssäkring är således inte bara en reflex av kortsiktiga förändringar vad gäller valutarisk, specifika kursförväntningar och förräntning för olika valutslag.

Företagens ökade valutarisker efter det fasta valutasytemets sammanbrott har således delvis eliminerats via den utvidgade terminsmarknaden. I flertalet länder saknas statistik över terminstransaktioner; i USA är det t ex en utbredd uppfattning att terminsmarknaden krympt sedan 1973. Även om data saknas och

uppgifterna bygger på deklARATIONER från enstaka banker och företag, har den (förment) uteblivna expansionen hos terminsmarknaden i ett flytande kurssystem lett till en intressant diskussion i amerikanska, akademiska kretsar. McKinnon [1974] har t ex sökt förklara fenomenet via ett otillräckligt utbud av forwardvalutor — oljekrisen, oförutsett stora kurssvängningar på spotmarknaden, bankkrascher etc, skulle ha gjort bankerna ovilliga att ta öppna positioner på forwardmarknaden.² Våra data för Sverige stämmer däremot som nämnts ovanligt väl med vad som kunde förväntas på teoretiska grunder.

Vem står risken?

Två reflexioner kan knytas till frågan om våra första erfarenheter av valutarisk och utrikeshandel under rörliga växelkurser. För det första är det inte säkert att företagens ökade valutarisker i anslutning till ökade fluktuationer på avistamarknaden verkligen representerar en *social kostnad*. En stor del av dessa risker är av det slaget att de kan "poolas" bort på makronivån via en fungerande terminsmarknad: huvuddelen av bankernas terminsaffärer innebär helt enkelt att para ihop efterfrågan på forwardvaluta från importörernas sida med utbud på forwardvaluta från exportörernas sida. I så måtto behöver bankerna endast ta egna valutarisker motsvarande de mindre residualer som uppstår, när totala efterfrågan och utbud på forwardvaluta balanserats. I princip borde dessa utbuds- eller efterfrågeöverskott bli små och i huvudsak elimineras via prismekanismen, dvs terminskursernas förändringar. Detta har också skett i Sverige: den ökade valutarisken har avspeglats i ändrade terminskurser.

De företag som funnit att kostnaden för terminssäkring varit mindre än olä-

genheten av valutarisken har valt att terminssäkra — därav den starka expansionen av terminsmarknaden. Företag som däremot ansett terminspremien varit för hög — kanske helt enkelt därför att olägenheten med en osäker valutakurs framstår som underordnad — har inte terminssäkrat sig. Den senare typen av beteende har varit helt dominerande både före och efter 1973, eftersom flertalet transaktioner inte terminssäkras. Frågan är då om en del utrikes-transaktioner *inte kommit till stånd* på grund av att företag uppfattat valutariskerna resp terminspremierna som för höga. Som vi sett ökade utrikeshandeln tvärtom rekordartat under det rörliga systemets första tid — innan oljekrisen och andra externa faktorer ledde till en allmän avmattning i världskonjunkturen och därmed handeln.

Poängen här är emellertid — och detta är min andra reflektion — att även om transaktioner skulle ha stoppats på grund av ökad valutarisk, så är detta inte nödvändigtvis något negativt. Utrikes-transaktioner är ju inte i sig värdefullare än inrikestransaktioner. Även i ett system med fasta växelkurser finns den grundläggande valutarisken, beroende på att utrikestransaktioner mellan länder med olika valuta- och penningssystem är förknippade med ytterligare moment av osäkerhet. Skillnaden är närmast att den sociala kostnaden för denna osäkerhet i (ett fungerande) fast system inte kommer till synes för företagen, eftersom den bärs av centralbankerna, som via interventioner håller kurserna fasta. Även i det fasta systemet kan en del av kursriskerna "poolas" via den privata terminsmarknaden, men den resterande sociala kostnaden för internationella transaktioner representeras här av behovet av att hålla valutareserver, och den därav betingade nödvändigheten att anpassa inhemsk ekonomisk aktivitetsnivå till kravet på utrikesbalans vid givna växelkurser.

Vårt behov av spekulation

En del av valutariskerna kan som vi sett "poolas" bort genom att utbud och efterfrågan på osäkra fordringar och skulder paras ihop på ett effektivt sätt. En

² Tankegången relateras här därför att den har långt större räckvidd än att förklara terminsmarknadens beteende i USA. Samma omständigheter kan ha lett till ovilja från bankernas sida även visavi öppna positioner på avistamarknaden, vilket skulle kunna förklara att den stabiliserande spekuleringen varit otillräcklig för att få den lugna kursutveckling som kunde förväntas i ett fungerande flytande kurssystem.

del risker kvarstår emellertid, och över- och underskottsefterfrågan på avista- och terminsmarknaderna leder ständigt till ett tryck på valutakurserna på dessa marknader. Hur stora dessa kursfluktuationer blir beror främst på utfallet av de grundläggande ekonomiska transaktionerna i ett lands betalningsbalans, men i stor utsträckning också på villigheten hos offentliga eller privata parter att suga upp över- eller underskott på avista- och forwardmarknader, dvs deras villighet att ikläda sig valutarisker.

Centralbankerna har både i nuvarande och i det tidigare fasta valutasystemet spelat en viktig roll med omfattande interventioner i avsikt att minska kursrörelserna.³ Men allmänhetens förväntningar och agerande på valutamarknaden är dock i stora stycken avgörande på grund av storleken på utestående privata fordringar och skulder. Detta illustreras väl av centralbankernas fruktlösa kamp under det fasta systemets sista år för att fasthålla pariteter som allmänheten funnit orealistiska. Den privata spekulationsroll har emellertid också varit en central fråga under det flytande systemet sedan 1973. I ett system med fasta växelkurser är det naturligt att räkna med omfattande stabiliserande spekulering "inom banden" och likaså omfattande destabiliserande spekulering "utanför banden" (i situationer då allmänheten uppfattar officiella pariteter som orealistiska). I ett system med flytande kurser är det på motsvarande sätt naturligt att räkna med en omfattande stabiliserande spekulering på en stabil valutamarknad med välinformerade spekulanter, som är villiga göra vinster på säsongmässiga och andra avvikelser från den grundläggande kursutvecklingen. På en instabil valutamarknad (under hyperinflation i visst land, politisk oro etc) kommer däremot spekuleringen att för-

³ Paradoxalt nog har centralbankernas interventioner varit större under det flytande systemet än under det tidigare fasta systemet [Williamson 1975]. Vi har alltså fått bevittna ett system som är mycket avlägset ett "fritt" flytande valutasystem. Ett helt interventionsfritt system har knappast varit ett realistiskt alternativ, och termerna "clean float" och "dirty float" bör fattas som helt värderingsfria benämningar på olika interventionsgrader.

stärka och ytterligare destabilisera kursrörelserna.

Utan att närmare gå in på den intressanta diskussion som förts om spekulationsroll och de exakta villkoren för stabiliserande resp destabiliserande spekulering [Sohmen 1969, Friedman 1953], kan vi konstatera att det värde-laddade ordet valutaspekulation rymmer aktiviteter som i vissa fall är önskvärda, ja rent av oumbärliga, samt att valutasystemets utformning är av stor betydelse för hur denna aktivitet bör bedömas. Det är t ex inte självklart att den typ av valutakontroll riktad mot vissa typer av spekulativt beteende, som lever kvar sen Bretton Woods-systemet, är ändamålsenligt i dagens läge.⁴

Banker har under de senaste två åren varit obenägna att ta stora öppna positioner på valutamarknaden. Några av de större bankerna i USA sluter t ex varje dag (eller rättare natt) sina positioner — dvs anpassar sina totala fordringar och skulder så att dessa är lika stora i varje valutaslag. Detta har skett sedan stora valutaförluster lett till några konkurser och större bankkrascher, medan motsvarande försiktighet i europeiska länder främst synes vara en följd av direktiv från centralbankerna för att undvika valutaspekulation. Även inom företagen har rådsla för öppna valutapositioner blivit mer markerad. Eftersom inga tillförlitliga kursprognoser existerar, väljer företagen i stor utsträckning riskminimering genom spridning av tillgångarna över valutaslag eller via helt slutna positioner. Resultatet har blivit en mycket begränsad valutaspekulation, som dessutom inte haft den ensidiga, destabiliserande inriktning som under det fasta paritetssystemet. Samtidigt har emellertid frånvaron av spekulering lett till större kursfluktuationer. När tillfälliga utbuds- eller efterfrågerubbningar på valutamarknaden inte sugs upp av spekulanterna, utjämnas istället skillnaderna via ökade prisrörelser. Härav den paradoxala situationen att försöken att stävja spekuleringen kan leda till större svängningar i

⁴ Riksbankens åtgärder för ett år sedan för att begränsa svenska företags snabba uppbyggnad av valutakonton i svensk bank är ett exempel som förtjänar närmare analys.

valutakurserna. De korta kapitalrörelser, som var Bretton Woods-systemet största problem, torde i själva verket vara oundgängliga beståndsdelar i nuvarande mer rörliga valutasystem.

Välstånd kontra självständighet?

Utlandstransaktionerna är förknippade med både fördelar och nackdelar. De förra består främst av ökad effektivitet i den internationella resursallokeringen och är mycket påtagliga för ett land som Sverige, vars välstånd i stora stycken vilar på en omfattande utrikeshandel. "Kostnaderna" för att nå en effektiv resursanvändning även över nationsgränserna kommer främst till synes på det finansiella området, där valutamarknadens funktionssätt — och därigenom utlandsberoendets inverkan på kapacitetsutnyttjandet i enskilda länder — kommer i centrum.

Någon fullständig "cost-benefit-analys" av utlandstransaktioner som sådana enligt de linjer som antyts här existerar inte. Våra erfarenheter av nuvarande växelkursystem är ännu begränsade och svåra att tolka på grund av övergångsproblem och de ganska våldsamma störningar som världsekonomin varit utsatt för under det nya systemets första år. Först när det nya systemet fungerat några år och företag, banker och centralbanker lärt sig de nya spelreglerna, är det möjligt att bedöma hur detta system kommer att fungera. Det vi i sista hand vill ha svar på är då frågan: hur mycket ska de enskilda ekonomierna betala i form av ekonomisk och politisk självständighet i den samordningsprocess, som det välfärdshöjande internationella utbytet kräver? Å ena sidan skyntar alternativet med större valutaområden eller en gemensam valuta för hela världen. Det är ett alternativ på gott och ont: minskad nationell autonomi, regionala (nationella) spänningar, men ökad "effektivitet" i världshushållningen. Å andra sidan kan man i princip tänka sig ökad isolationism, handelshinder och inkonvertibilitet: maximal nationell autonomi, men med lägre effektivitet, mindre resurser och levnadsstandard.

Att kalkylen alltid kommer att sluta

på plus torde det råda enighet om; ökad autarki är knappast ett alternativ. Frågan är närmast hur effektiv den finansiella regleringen av de internationella mellanhavandena kan bli, hur mycket nationell autonomi som kan — och bör — behållas under en starkt ökande integration av världshushållningen. Med hänsyn till de stora externa störningarna under systemets första år är erfarenheterna av det nuvarande valutasystemet enligt min mening hoppingsvande.

Frågan om avvägningen mellan nationell autonomi och en effektiv internationell produktionsordning är dock ej begränsad till själva valutasystemets utformning. Denna avvägning har långt större räckvidd, även om en smidigt fungerande valutamarknad är en nödvändig förutsättning för fortsatt internationell integration i kombination med ett visst mått av nationell suveränitet i ekonomiska frågor. Inte minst kommer avvägningen att bero på vilka rent politiska och andra "exogena" chocker, som framtiden har i beredskap för oss alla och för det med nödvändighet ganska bräckliga internationella valutasystemet.

Referenser

- Friedman, M., [1953], "The Case for Flexible Exchange Rates" i *Essays in Positive Economics*, Chicago
- Grassman, S., [1973a], "Sveriges kurs i valutafrågan", *Ekonomisk Debatt*, årg 1, nr 4
- [1973b], *Exchange Reserves and the Financial Structure of Foreign Trade*, D.C. Heath Ltd., London
- Johnson, H. G., [1973], "Argumenten för flexibla växelkurser", *Ekonomisk Debatt*, årg 1, nr 3
- Lanyi, A., [1969], "The Case for Floating Exchange Rates Reconsidered", *Essays in International Finance*, Princeton University, nr 72
- McKinnon, R. I., [1975], "Floating Exchange Rates 1973—74: The Emperor's New Clothes", *Journal of Monetary Economics* (kommande nummer)
- Sohmen, E., [1961], *Flexible Exchange Rates*, Chicago University Press
- Statistiska Centralbyrån, "1973 års tullenkät", *Statistiska Meddelanden* N 1974: 103
- Williamson, J., [1975], "Exchange-Rate Flexibility and Reserve Use", paper presented at the seminar on Flexible Exchange Rates and Stabilization Policy, Aug 26—27, Saltsjöbaden