

Växelkurser och växelkurspolitik*

Det internationella valutasystemet har undergått stora förändringar under 70-talet med bl a en betydligt ökad rörlighet i växelkurserna. Mot bakgrund av denna utveckling redogör Bo Södersten för argumenten för och emot rörliga växelkurser och diskuterar de faktorer som antas bestämma växelkursen på kort och lång sikt. Slutligen behandlar han olika försök från centralbanker och statsmakter att styra växelkursens utveckling.

Den internationella ekonomin har genomgått starka förändringar under 70-talet. Det gångna decenniet har också inneburit genombrottet för rörliga växelkurser. Följande artikel innehåller några synpunkter på hur systemet med rörliga växelkurser fungerat under senare år. För att ge en analytisk bakgrund till diskussionen börjar jag med en kort repetition av huvudargumenten för och emot rörliga växelkurser. Därefter skall jag ta upp några centrala frågeställningar mot bakgrund av de senaste årens erfarenheter. Jag kommer bland annat att diskutera sambandet mellan inflation och växelkurser. Vidare kommer jag att beröra den roll som tillgångsmarknader (asset markets) kan ha för växelkursernas bestämningsgrunder; därvid kommer jag in på ett gammalt kärt ämne, spekulati- onens påverkan på växelkurserna. Även under det nuvarande systemet med rör-

liga växelkurser kan centralbanker och statsmakter emellertid inte avstå från att försöka styra och påverka växelkursernas utformning. Till slut skall jag också behandla några problem i samband med den sk styrda rörligheten.

Argument för rörliga växelkurser

Det grundläggande argumentet för rörliga växelkurser bygger på lagen om tillgång och efterfrågan. Kursen bör helt enkelt anpassas så att marknaden kommer i jämvikt. Om kursen tillfälligtvis stiger så ökar utbudet under det att efterfrågan minskar och kursen drivs ned till sin jämviktsnivå. Förespråkarna för rörliga växelkurser hävdar att sådana inte nödvändigtvis leder till stora fluktuationer i växelkurserna. En växelkurs är stabil så länge som de underliggande ekonomiska förhållanden som bestämmer växelkursen är stabila.

Det finns, hävdar förespråkarna för rörliga växelkurser, inga skäl varför just statliga myndigheter skulle ha förmåga att finna just den "rätta" växelkursen bland alla tänkbara växelkurser; detta

BO SÖDERSTEN är professor i internationell ekonomi vid Lunds universitet. Hans forskningsområden omfattar dessutom ekonomiska system, bostadspolitik och arbetsmarknadsfrågor. Han är också riksdagsman (s) och verksam i skatteutskottet.

* Uppsatsen grundar sig på ett föredrag hållet vid ett symposium om valutapolitik arrangerat av Norska Socialökonomers Forening i Morgedal den 23-25 januari 1980.

Jag är tacksam för värdefull assistenthjälp som jag erhållit av Claudio Vedovato. Ansvaret för uppsatsens innehåll åvilar dock författaren ensam.

bör i stället överlåtas åt marknaden. Inte heller brukar förespråkarna för rörliga växelkurser vara särskilt rädda för spekulation; tvärtom havdar de att spekulation normalt leder till att växelkursen stabiliseras eftersom spekulanterna normalt kommer att sälja ut av en valuta om den apprecieras över sitt jämviktsvärde och köpa valutan om den deprecieras. Därigenom skulle spekulanterna bidra till att hålla vaxelkursen stabil. Det är bara om underliggande ekonomiska förhållanden ändras som växelkursen också bör ändras. Samma faktorer som vid fasta växelkurser ger upphov till över- och underskott i betalningsbalansen kommer vid flytande kurser att få växelkursen att apprecieras eller deprecieras. Därigenom bevaras jämvikten och regeringen befrias från omsorger om den yttre balansen. Argumenten för rörliga växelkurser kan ses som utslag av en liberal eller icke-interventionistisk hållning i ekonomiska frågor. Enligt denna hållning är de regleringar och begränsningar som ofta följer med fasta växelkurser betänkliga också ur ett mer filosofiskt perspektiv därför att de begränsar individens frihet.

Argument för fasta växelkurser

Argumenten för fasta växelkurser är ofta av mer pragmatisk typ. Ett argument för fasta växelkurser är att sådana minskar osäkerheten i en ekonomi och leder till att man bättre kan förutse framtiden. En något mer förfinad version av denna tankegång hävdar att det är en särskild risk förknippad med utrikeshandel just på grund av fluktuationer i växelkursen, som importörer och exportörer själva inte vare sig kan förutse eller är orsak till. Vi kan säga att en fast växelkurs enligt denna tankegång innebär att samhället ger en subvention till dem som ägnar sig åt utrikeshandel och att samhället genom att hålla en fast växelkurs internaliserar en kostnad som eljest skul-

le få bäras av dessa. Vid fasta växelkurser kommer man därför att få en större utrikeshandelsvolym än vad som eljest skulle bli fallet.

Ett annat mer sofistikerat argument för fasta växelkurser faller tillbaka på teorin för optimala valutaområden. Genom att bilda ett gemensamt valutaområde kan två länder bredda och utveckla sina marknader och förbättra sin resursallokering. Den egna valutan får större användbarhet och möjligheter att skärmas av sig från och neutralisera yttre störningar ökar. Inför större marknader kan arbetskraften bli mer homogen och företagens planhorisont kan bli vidare. Om länder inte kan skapa ett gemensamt valutaområde kan fasta växelkurser dem emellan betraktas som en näst-bästa lösning, som en approximation till ett gemensamt valutaområde.

Som vi känner till är diskussionen om rörliga contra fasta växelkurser av gammalt datum. Jag har med dessa inledande anmärkningar velat peka på några kända argument för att ge en bakgrund. Jag skall nu gå vidare och diskutera några mer aktuella synpunkter på rörliga växelkurser mot bakgrund av de senaste årens erfarenheter.

Inflation och köpkraftsparitet

En grundläggande teoribildning för sambandet mellan inflation och växelkurser utgörs av köpkraftsparitetsteorin. Denna teori säger att det råder ett intimt samband mellan prisnivå och växelkurs så att om ett lands prisnivå stiger med 10 procent under det att dess handelspartners har en stabil prisnivå så måste också landets vaxelkurs deprecieras med 10 procent. Köpkraftsparitetsteorin är långtifrån någon ny teori. Som dess grundare får väl anges Gustav Cassel, måhända var köpkraftsteorin Cassels enda verkligt originella bidrag till nationalekonomisk teoribildning. Redan 1918 skrev Cassel: "Ty gentemot förändring-

ar i penningens inre köpkraft i det ena eller det andra landet äger växelkursen överhuvud ingen motståndskraft, utan måste i fullständig passivitet anpassa sig efter dem" [Cassel 1918].

Det finns i och för sig flera invändningar av teoretiskt slag som kan riktas mot köpkraftsparitetsteorin. Om ett land har tekniska framsteg i sin importkonkurrerande sektor kan det mycket väl få en appreciering av sin växelkurs även om det skulle ha en högre inflationstakt än sina handelspartners. Efterfrågeförändringar kan ge liknande resultat, liksom förändrade preferenser beträffande tillgångar eller förändrade förväntningar. Köpkraftsparitetsteorin har dock en tämligen stark, intuitiv trovärdighet, inte minst ur ett penningteoretiskt perspektiv.

Motstridiga empiriska resultat

Men för köpkraftsparitetsteorin, liksom för annan teoribildning, galler dock att "the proof of the pudding is in the eating". Flera försök till empiriska test av köpkraftsparitetsteorin har också förekommit under senare år. De resultat man kommer fram till är dock tämligen motstridiga.

En av studierna är den s.k. OPTICA-rapporten som utförts av oberoende experter inom ramen för EG-kommissionen [Thygesen 1978]. Denna undersökning tar ett mer långsiktigt perspektiv och undersöker växelkursförändringarna från början av 60-talet fram till mitten av 70-talet. Rapporten stöder i huvudsak köpkraftsparitetsteorin och menar att de förändringar i EG-ländernas valutor som ägt rum under denna tid i huvudsak kan förklaras med skillnader i inflationstakt. En svaghet i OPTICA-rapporten är att den inte har något att säga om utvecklingen efter år 1973 då rörliga växelkurser blev vanliga. Vad man kanske kan säga är att de diskreta växelkursförändringar som företogs av vesteuropeis-

ka länder som Frankrike och England under 50- och 60-talen innebar att deras växelkurser anpassades till deras inflationsgrader i efterhand och att en anpassning i jämviktsskapande riktning därigenom ägde rum i betalningsbalanserna.

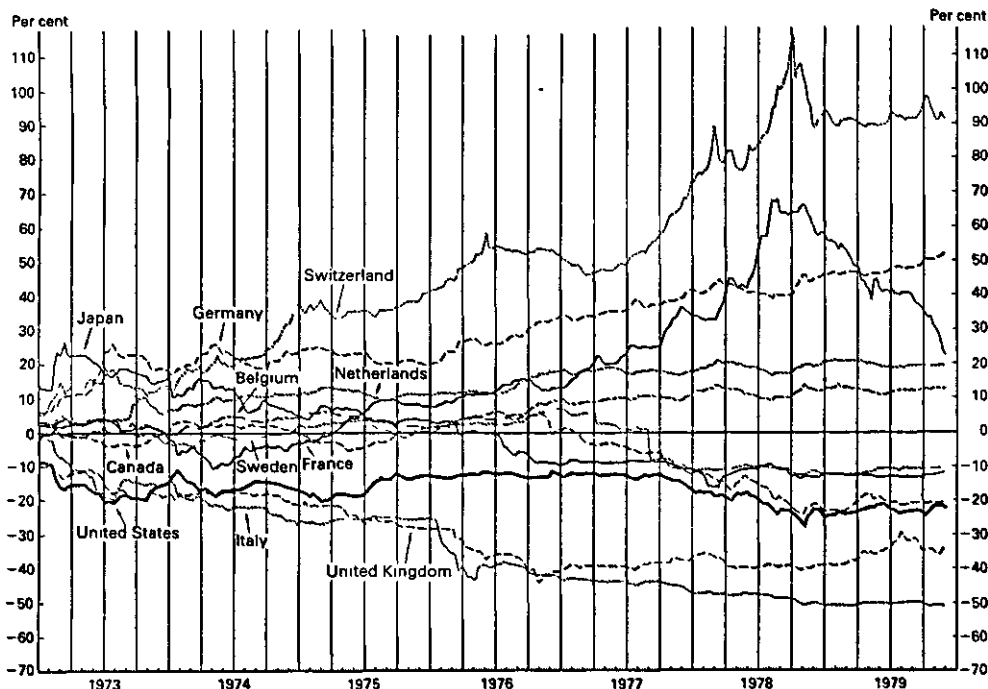
En kanske mer intressant och för 70-talet relevant studie har gjorts av Hans Genberg [Genberg 1978]. Också Genberg visar att det under tiden med *fasta* växelkurser fanns ett klart samband mellan växelkurs och prisnivå i enlighet med köpkraftsparitetsteoriens förutsägelser. Under tiden med *rörliga* växelkurser är däremot sambandet mer dubiöst. Man har under tiden efter 1973 haft betydande avvikelser mellan inflationsgrader och växelkurser. Dessa resultat tycks också bestyrkas av andra undersökningar [Aliber 1976, Wihlborg 1976].

Dessa resultat är både intressanta och förvånande. Man kunde vänta sig att anpassningen till köpkraftspariteten skulle vara större vid rörliga än vid fasta växelkurser eftersom marknadskrafterna vid det förra systemet borde ha haft ett snabbare och mer direkt genomslag på växelkurserna. Men så tycks inte ha varit fallet.

Det finns flera skäl som har anförts som förklaring till varför köpkraftsparitetsteorin inte haft bättre prediktionsvärde än som varit fallet under senare år. Ett sådant är att perioden är för kort för att medge starkare slutsatser. En annan är att systemet utsatts för starka chocker och att starka förändringar i relativa priser, bl.a. till följd av starkt stigande oljepriser, påverkat köpkraftspariteterna på ett svåråtervändbart sätt. En tredje förklaring till varför köpkraftsparitetsteorin inte har hållit streck sågs bero på att förändringar i penningmängden har en snabbare och mer omedelbar effekt på växelkurser än på prisnivåer.

Det kan möjligen havdas att köpkraftsparitetsteorin håller på *lång sikt*. Som

Figur 1. Effektiva växelkurser. Procentuella förändringar från första kvartalet 1970.



förklaringsgrund för växelkursernas kortsiktiga fluktuationer har dock teorin sina klara begränsningar. Därför har köpkraftsparitetsteorin också sin klara begränsning.

Växelkursförändringar under vårt nuvarande system är något som sker från dag till dag och vad vi framför allt behöver är teorier som så bra som möjligt hjälper oss att förstå orsakerna till växelkursernas kortsiktiga fluktuationer.

Växelkurser och tillgångsmarknader

Som vi känner till har fluktuationerna i växelkurserna varit betydande under senare år vilket framgår av *figur 1*. Dessa fluktuationer kan inte förklaras med reala faktorer. Inte heller kan de förklaras med hjälp av inflation och köpkraftspariteter.

Alternativa förklaringar som framförts går i termer av prisbildning på tillgångar (assets). Om utländska investerare plöts-

ligt börjar att minska sin efterfrågan på svenska obligationer eller aktier så sjunker deras pris. För att på nytt nå jämvikt på tillgångsmarknaden måste den svenska växelkursen deprecieras.

Detta ger i sin tur upphov till effekter på den reala ekonomin eftersom efterfrågan på landets produkter vanligen faller när växelkursen deprecieras och prisnivån stiger. Förändringar i preferenser för olika länders tillgångar kan därför få betydelsefulla effekter på växelkurserna. Sådana förändringar tenderar att få karaktären av självuppfyllande profetior, i meningen att om investerare förväntar sig att en växelkurs skall deprecieras så kommer deras åtgärder att leda till att så sker.

Förändringar i preferenserna för tillgångar hänger nära samman med ändrade förväntningar. Om investerarna tror att en viss valuta kommer att apprecieras och om de då handlar därefter, kommer ökningen i efterfrågan på denna valuta

att framtvinga apprecieringen av den, såvida inte myndigheterna i landet i fråga ökar penningmängden för att neutralisera efterfrågeökningen.

Den sista faktorn pekar på ett viktigt faktum: Förväntningarna påverkas i högsta grad av vad folk tror om olika regeringar och deras ekonomiska politik. Om investerarna tror att en regering kommer att föra en restriktiv penningpolitik, kommer de att börja efterfråga dess valuta. Detta framtvingar en appreciering alldeles bortsett från vilken politik som förs på kort sikt.

Centralt för den nya teoribildningen är antagandet om att anpassningar på tillgångsmarknader går snabbare än på varumarknaderna vid vaxelkursförändringar, förändringar i penningmängd etc. Det finns en föreställning om en normalkurs fast knuten till vaxelkursen. Om inte de grundläggande, underliggande förhållandena förändras finns det ingen anledning att vänta sig en långsiktig förändring i vaxelkursen. Faktorer på tillgångsmarknaderna kan påverka det kortsiktiga beteendet, men vaxelkursen bör förr eller senare återgå till sin "normala" nivå, om inte de grundläggande ekonomiska förhållandena förändras.

Ett drag som många modeller har gemensamt är att den omedelbara effekten på vaxelkursen av en förändring i, låt oss säga, preferenserna för tillgångar är starkare än de långsiktiga effekterna. Detta ger upphov till en "överanpassning" av vaxelkursen på kort sikt. En sådan "överanpassning" utlöses ofta av spekulativa inslag från olika placerares och investerares sida. Den leder till att fluktuationerna i vaxelkurserna blir större än vad de eljest skulle vara. Centralt hos denna typ av teoribildning är *anpassningsvägarnas* roll [Dornbusch 1976].

Teorierna runt de effekter som kan skapas på vaxelkurserna via tillgångsmarknaderna är intressanta. De visar att även en helt rationellt betingad spekulat

tion kan leda till att svängningarna i vaxelkurserna blir stora. I motsats till vad en traditionell teoribildning tidigare angav behöver sålunda inte en rationellt betingad spekulatio verka utjämnande på vaxelkurserna. Det kan därför finnas skäl varför myndigheter även under ett system med i princip rörliga vaxelkurser kan vilja styra dessa. Jag skall nu diskutera problem i samband med styrda vaxelkurser.

Val av vaxelkurssystem

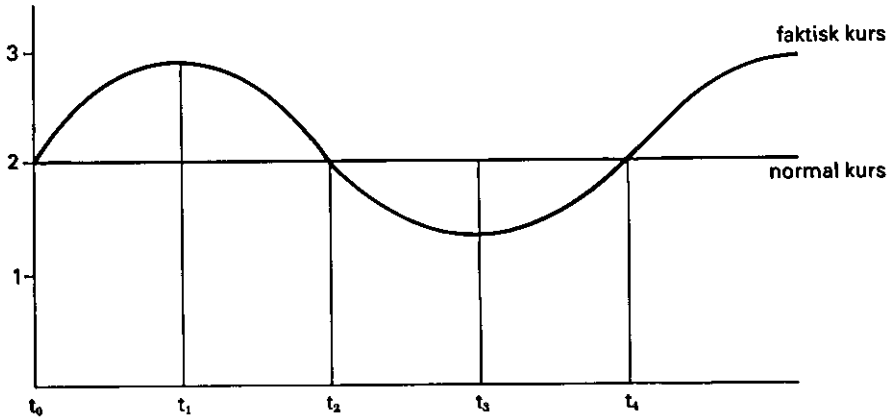
Jag har tidigare berört några av standardargumenten för och emot rörliga vaxelkurser och jag har redogjort för några nyare teoretiska bidrag kring spekulatio och rörliga vaxelkurser. Kanske kan de ge anledning till eftertanke även om de väl knappast kan ge någon entydig vägledning när det gäller valet av vaxelkurssystem. Detta val är utan tvekan ett centralt ekonomiskt-politiskt problem, inte minst för små länder. Efter Bretton Woods-systemets sammanbrott står det nu också, enligt IMF:s statuter, varje land fritt att välja den vaxelkursregim som det finner bäst.

Länders val av vaxelkurssystem påverkas av många faktorer. En sådan är utrikeshandelsberoendet. Ett litet handelsberoende land torde ofta ha anledning att välja ett annat vaxelkurssystem än ett stort land med liten utrikeshandel i förhållande till nationalprodukten. För ett stort land med liten utrikeshandelssektor är det ofta mycket kostsamt att eliminera underskott i bytesbalansen genom att reglera den inhemska efterfrågan. Det är vanligtvis lättare för ett litet land. Det finns också de som argumenterar att det är lättare att nå enighet om sådana åtgärder i små länder [Heller 1977].

I ett litet handelsberoende land skulle man således vara benägen att välja någon form av fasta kurser, medan anpass-

Figur 2.

dollar per pund



ningen i en stor ekonomi skulle ske via rörliga växelkurser. Heller får empiriskt stöd för sina hypoteser. I en studie över 80 valutor visar det sig att de länder som har någon form av bindning av sin valuta bl a karakteriseras av att de är små och har en hög andel import i förhållande till nationalprodukten. Något som komplicerar bilden är emellertid förekomsten av fria kapitalrörelser. Ett litet handelsberoende land med relativt fria och stora kapitalrörelser kan sålunda få svårt att upprätthålla fasta växelkurser.

Därför kan det också för små länder finnas starka skäl varför man kan vilja styra sin vaxelkurs. Erfarenheten visar också att det knappast förekommit någon "clean float" sedan systemets början 1973, möjligen med undantag för andra kvartalet det året. Vad som förekommer i verkligheten är olika former av styrning, av vad som brukar kallas "dirty float". Till grund för styrningen av de flytande växelkurserna ligger idén om en "normalkurs", tanken att vaxelkurserna bör rora sig omkring något slags jämviktsvärde. Jag skall ta upp ett par principiella synpunkter på hur intervention kan gå till.

Styrningsförslag

Ett sådant förslag har beskrivits som att "gå mot vinden". Enligt detta skulle ingen centralbank köpa sin valuta när dess kurs går upp. Poängen är att centralbankerna inte bör medverka till svängningarna i växelkursen. Genom att kopa sin egen valuta när dess kurs faller och sälja när dess kurs stiger kunde centralbanken bidra till att stabilisera kursen och jamma ut fluktuationerna. Det bör emellertid observeras att när principen "gå mot vinden" har rekommenderats har den hittills inte knutits till något speciellt system med referenskurser. Utan någon sådan anknytning ger principen gott om utrymme för centralbanksmanipulation. Om en centralbank vill att dess växelkurs skall deprecieras bör den föra en politik som naturligtvis leder till depreciering, t ex genom en expansiv penningpolitik, och sedan, genom att hänvisa till principen "gå mot vinden" försvara sin valutas nya värde genom att sälja så snart den visar en tendens att apprecieras igen.

Ett mera ambitiöst förslag är det som framlagts av Ethier och Bloomfield [Ethier & Bloomfield 1975]. De börjar med idén om ett system med referenskurser. Dessa referenskursers struktur skulle se-

dan revideras med jämna mellanrum så att de överenskomna kurserna inte avviker alltför mycket från de "sanna" jämviktsvårdena. Grundregeln för styrningen är helt enkelt att ingen centralbank skall sälja sin valuta till en kurs under referenskursen och att den inte skall köpa sin valuta till en kurs som överstiger referenskursen. *Figur 2* ger en illustration av hur systemet antas fungera. Vi börjar här med en referenskurs eller normkurs, n , till vilken 2 dollar växlas mot 1 pund. Från t_0 till t_1 deprecieras dollarn mot pundet. Under denna period säljer de amerikanska myndigheterna inte sin valuta. Följaktligen kommer utbudet av dollar från andra källor, förmodligen i första hand från privatpersoner som spekulerar i en depreciering av dollarn och appreciering av pundet och andra valutor. Under perioden från t_0 till t_1 apprecieras också pundet. Enligt regeln får inte de brittiska myndigheterna köpa pund under denna period. Följaktligen måste utbudet av pund komma från privata händer. När vi närmar oss t_1 blir spekulation mot den amerikanska dollarn alltmera riskfylld. Från t_0 till t_2 ligger dollarn över sin normala kurs. Efter t_2 byter de amerikanska myndigheterna politik och vägrar att köpa dollar.

En styrning av denna typ skulle ha flera fördelar. Fluktuationerna skulle dämpas och hålla sig omkring referenskursen. Centralbankerna skulle inte bidra till något slag av destabiliserande spekulation. De svängningar som åger rum skulle orsakas av reala, marknadsorienterade krafter, såsom förändringar i efterfrågan, en tillfällig nedgång i exportintäkterna på grund av svårigheter på utbudssidan etc. Privata spekulanter skulle inte få den enkelriktade möjlighet som de hade under Bretton Woods-systemet, eftersom en rörelse i deprecierande riktning lätt kan vända så att valutakurserna stiger igen. Centralbankerna måste samarbeta och stödja varandra ge-

nom swap-arrangemang. Naturligtvis är även detta förslag förenat med svårigheter. En sådan är att fastställa referenskurser. Om en valuta har en deprecierande eller apprecierande trend kan det vara svårt att anpassa den till dess normkurs (eller sanna jämviktsvärde). Vidare kan långvariga överskott eller underskott uppstå om referenskurserna avviker alltför mycket från växelkursens jämviktsvärde.

Val av referenssystem

Till slut återstår den mer specifika frågan om vilket referenssystem som ett land bör välja för att styra en flytande växelkurs. Den frågan är inte minst av intresse för mindre länder som de skandinaviska.

Efter det att systemet med flytande kurser slagit igenom 1973 anknots den norska och svenska kronan till den europeiska valutaormen där den västtyska marken var den ledande valutan. Det visade sig dock snart att påfrestningarna på i varje fall den svenska kronan av ormtillhörigheten blev påfrestande. Skälet härtill var enkelt. Den dominerande valutan i ormen var den tyska marken. Men den tenderade att bli för "stark" för i varje fall svenska förhållanden och samma sak torde val ha gällt för Norge. Särskilt blev det uppenbart efter de starka kostnadsökningar som karakteriserade svensk ekonomi under 1975 och 1976. Ändock bör vi här lägga märke till att det även innanför ormens ram förekom betydande justeringar av valutorna. Sålunda apprecierades marken med 5,5 procent i juni 1973 och med 2 procent i oktober 1976. Den svenska kronan nedjusterades också 1976 och 1977 med smärre procentsatser. Detta gjorde att även innan Sverige lämnade ormsarbetet i augusti 1977 i samband med den tioprocentiga devalveringen så hade den svenska kronan devalverats med 14,5 procent mot D-marken under den tid som Sverige fanns i ormen.

Även om justeringar förekom under ormsamarbetets tid så tenderade ormen att dra upp den svenska valutan och göra den övervärderad med de negativa konsekvenser för konkurrenskraft, sysselsättning och bytesbalans som det medförde. I augusti lämnade så Sverige ormen och i december 1978 gjorde Norge samma sak i det man valde att stå utanför det europeiska samarbetet på valutaområdet. Det visade sig också att den svenska kronans värde efter delvalveringen 1977 låg kvar vid ett lagre värde än som hade varit fallet om Sverige hade stannat kvar inom ormen. Drygt ett år efter devalveringen låg den svenska kronan 5,6 procent lagre än vad den skulle ha gjort om Sverige hade stannat kvar i ormen. Det är alltså liktydigt med att ungefär hälften av den 10-procentiga devalvering som ägde rum i augusti 1977 skulle ha åtitts upp inom loppet av ett år om Sverige hade stannat kvar i ormen [Lundström 1978].

Som vi känner till har Norge och Sverige valt att ställa sig utanför den typ av samarbete på valutaområdet som representeras av valutaormen eller av EMS, det europeiska monetära systemet. Ett starkt skäl härför har vi redan angett. Det är svårt för små länder som Norge eller Sverige att ingå i ett strikt valutansamarbete som domineras av någon enstaka valuta som styrs av förhållanden som inte är tillämpliga på de mindre länderna. Uppläggningsen av den allmänna ekonomiska politiken och inflationskänsligheten i det dominerande landet kan tex avvika från den som förekommer i det mindre landet.

Valutakorg

Båda länderna har alltså valt att stabilisera sina valutor mot en valutakorg. Erfarenheterna av en sådan stabilisering är hittills begränsade. Det är därför svårt att komma med några mer bestämda på-

stående om hur ett sådant system fungerar. Ett grundläggande önskemål bakom systemet med en korgvaluta är att man önskar stabilisera den egna valutan i förhållande till sina viktigaste handelspartners.

Vad vi här bör observera är att bindningen till valutakorgen är strikt. Det innebär också att den svenska och norska kronan betecknas som fasta valutor, dvs "pegged currencies", av IMF. Grundtanken bakom denna lösning är, såvitt jag förstår, densamma som användes för att motivera en fast växelkurs i största allmänhet: Man vill stabilisera kronkursen för att minimera fluktuationer och ge de ekonomiska agenter som ägnar sig åt internationella affärer så stor säkerhet som möjligt beträffande den egna valutans värde. En viktig faktor är att man genom att stabilisera valutan till ett vagt genomsnitt av de viktigaste handelspartnerns valutor ger en ökad trovärdighet åt den egna valutakursens stabilitet. Den svenska prisnivån har exempelvis stigit i ungefär samma takt som ett genomsnitt av korgländernas prisnivåer, under det att ormländernas inflationstakt varit betydligt lägre. Även om köpkraftsparitetsteorin långtifrån är hundraprocentigt tillämpbar på kort sikt så antyder dock detta förhållande att sannolikheten för en stabilisering gentemot en korg av handelspartners valutor ter sig betydligt mer realistisk än försök till stabilisering mot någon enstaka eller dominerande valuta som styrs av ekonomiska förhållanden som sällan är adekvata för den egna mindre valutan.

För det mindre landets exportörer och importörer finns det numera också möjlighet att ta upp "sammansatta" internationella lån, dvs lån utgivna i korgvaluta. Detta gör att den genomsnittlige exportören och importören ganska väl kan skydda sig mot valutarisker när det gäller handelskrediter och medellång långivning, även om den som har sina reala

transaktioner i speciella valutor, som givetvis kan avvika från korggenomsnittet, fortfarande inte helt kan gardera sig mot risker.

Spekulation mot korgvaluta

En intressant fråga är vilken roll spekulation mot en korgvaluta kan komma att spela. Fördelarna med att ansluta sig till någon enskild större valuta eller att delta i den typ av samarbete som ormen innebar eller det nybildade Europeiska monetära systemet utgör ligger i att man kan få större motståndskraft mot spekulation genom tillgång till gemensamma kreditresurser som främst är knutna till de större valutorna. Ett betecknande inslag i det nya EMS-samarbetet är just att kreditmöjligheterna starkt har förstärkts så att de kortfristiga krediterna nu uppgår till 14 miljarder ECU (ca 20 miljarder dollar) och att de mellanfristiga fördubblats sedan ormsamarbetets tid till 11 miljarder ECU (ca 14 miljarder dollar). Detta kan naturligtvis innebära en trygghet för mindre valutor.

Något entydigt svar på frågan om riskerna för spekulation mot en mindre korgvaluta existerar knappast. Någon direkt spekulation mot den svenska kronan i samband med devalveringsrykten kan inte sägas ha förekommit sedan kronan blev korgvaluta. Jag tror att samma förhållanden också råder för den norska kronan. På denna punkt synes erfarenheterna av det nya valutasystemet ha varit positiva.

Jag skall avstå från att försöka sia om framtiden. Avslutningsvis skall jag bara påminna om att för att en valuta skall kunna hållas någorlunda stabil måste de bakomliggande ekonomiska realiteterna vara stabila. De stora problemen med de skandinaviska landernas ekonomier un-

der kommande år torde i allt väsentligt ha att göra med reala problem, som frågor runt konkurrenskraft, industriell förnyelse, skattesystem och den offentliga sektorns storlek och effektivitet.

Under 70-talet har vi fått bevittna stora påfrestningar på den internationella ekonomin. Resultaten i form av svag expansionskraft och en hög – och som det tycks kronisk – arbetslöshet i de stora industriländerna är också till en del nedslående. Mot den bakgrunden får vi kanske säga att det internationella valutasystemet fungerat hyggligt. I en värld som präglas av bristande stabilitet är det naturligt att ha ett växelkurssystem som präglas av flexibilitet. Låt oss hoppas att den rörligheten kan bidra till att återvinna mer av stabilitet i den internationella ekonomin under kommande år.

Referenser

- Aliber, R., [1976], "The firm under pegged and floating exchange rates", *Scandinavian Journal of Economics*, Vol 78
- Cassel, G., [1918], *Teoretische Sozialökonomie*, Leipzig
- Dornbusch, R., [1976], "Expectations and exchange rate dynamics", *Journal of Political Economy*, Vol 84, No 6
- Ethier, W. och Bloomfield, A. I., [1975], "Managing the managed float", *Princeton Essay in International Finance*, No 12, Princeton New Jersey
- Genberg, H., [1978], "Purchasing power parity under fixed and flexible exchange rates", *Journal of International Economics*, Vol 8
- Heller, R., [1977], "Choosing an exchange rate system", *Finance and Development*, No 2, June
- Lundstrom, H., [1978], "Ett år i valutakorgen – några erfarenheter och synpunkter", *Ekonomisk Revy*, nr 8
- Thygesen, N., [1978], "Inflation and exchange rates", *Journal of International Economics*, Vol 8
- Wihlborg, C., [1976], *Risks, capital market integration and monetary policy under different exchange rate regimes*. Institute for International Economic Studies, Stockholm