

Dag Lindskog

DOLLARNS
UPPGÅNG
OCH FALL

En analys
av de internationella
finansiella obalanserna

SNS FÖRLAG

DOLLARNS UPPGÅNG OCH FALL

Till Helena och Sascha

Torgny Wadensjö

DOLLARNS UPPGÅNG OCH FALL

**En analys av de internationella
finansiella obalanserna**

Dag Lindskog

SNS FÖRLAG

SNS FÖRLAG
Sköldungagatan 2
114 27 Stockholm
Telefon 08-23 25 20

SNS Studieförbundet Näringsliv och Samhälle

(SNS – Center for Business and Policy Studies)

SNS vill sprida kunskap om ekonomiska och sociala förhållanden samt vara ett obundet forum för öppet utbyte av idéer i ekonomiska och sociala frågor mellan personer i näringsliv, politik och offentlig förvaltning, intresseorganisationer, media, universitet och högskolor.

SNS verkar genom forskning och utredningar, bokutgivning, seminarier och konferenser samt möten i lokala grupper i Sverige och utlandet. Verksamheten finansieras genom medlemsavgifter, företagsabonnemang, forskningsanslag, uppdragsarvoden och bokförsäljning.

SNS är fristående i förhållande till politiska partier och intressegrupper, men har nära kontakt med universitet och högskolor samt motsvarande forskningsorganisationer i andra länder.

SNS grundades 1948 som en oberoende sammanslutning av personer i näringslivet med intresse för samhällsfrågor. Organisationen har för närvarande 4 000 individuella medlemmar i 36 lokalgrupper (varav 6 i utlandet) samt ca 120 företagsabonnenter, däribland svenska börsbolag och banker, utlandsägda och kooperativa företag samt statliga företag och myndigheter.

Dag Lindskog
Dollarns uppgång och fall
1:a upplagan
1:a tryckningen
ISBN 91-7150-309-9

Omslag: Finn Nyebölle
Figurer: Roy Bäckbom

© 1987 Dag Lindskog och SNS Förlag
Kristianstads Boktryckeri AB 1987

Innehåll

Utgivarens förord 7

Författarens förord 9

1 Inledning 11

2 Vad bestämmer valutakurserna? 15

Bytesbalans, sparande och valutaflöden 16

Valutateori 20

Valutapraktik 29

De tre stora aktörerna och euromarknaden 38

Dollarkursen 52

3 Obalanserna byggs upp och dollarn omvärderas 57

Förspel 57

Politikomläggningen 59

Dollarns uppgång och fall 75

4 Från obalans till balans 91

De finansiella obalanserna 92

Finans- och penningpolitikens problem och möjligheter 105

Valutamarknadens roll 114

Sammanfattning 123

5 Effekter på Sverige 129

Riksbankens valutapolitik 129

Tre problem med valutapolitiken 130

Alternativ valutapolitik 136

Register 138

Utgivarens förord

Världsekonomin kännetecknas sedan ett antal år tillbaka av stora finansiella obalanser, vilka lett till allvarliga spänningar i valutasystemet och oro på de internationella finansmarknaderna. Det är uppenbart att den internationella ekonomiska utvecklingen in på 1990-talet måste präglas av en anpassning för att uppnå ny balans i världsekonomin.

Vilka vägar en sådan anpassning kommer att ta är idag mycket oklart. Däremot är det uppenbart att det av alla som på något sätt är berörda av den internationella finansiella utvecklingen kommer att krävas en ökad förståelse av sambanden mellan inhemska ekonomiska förhållanden, växelkurser och kapitalrörelser. Denna förståelse är nödvändig för att rätt kunna tolka det framtida skeendet. Det har länge saknats en sammanfattande översikt på svenska av problemen på de internationella finansmarknaderna. Med föreliggande bok hoppas SNS råda bot på denna brist.

Dag Lindskog beskriver och analyserar i denna bok uppkomsten av obalanserna. Författaren beskriver också formerna för den förestående anpassningsprocessen mot ny balans. Speciell tonvikt läggs på växelkursernas roll. Till boken hör också allmängiltiga avsnitt om valutateori och valutapraktik.

Avsikten är att *Dollarns uppgång och fall* skall kunna komma till användning som en allmän orientering i ämnet i banker, företag och som introduktionsbok vid universitet och högskolor.

Författaren svarar som alltid när det gäller SNS publikationer ensam för bokens innehåll.

Stockholm i november 1987

Hans Tson Söderström
VD i SNS

Författarens förord

En bankekonom förväntas alltid kunna leverera pålitliga prognoser om räntor, växelkurser och konjunkturer för såväl den svenska som den internationella utvecklingen på både kort och lång sikt. För att klara uppgifterna krävs att i det strida informationsflödet finna de centrala faktorerna till det ekonomiska skeendet.

När jag började på Sparbankernas Bank sökte jag efter dessa nyckelfaktorer. Svaret kom redan vid min första "riktiga" arbetsinsats, att hålla en kurs i internationell ekonomi 19–21 februari 1985 – dagarna innan dollarn slog kursrekorden mot yenen, D-marken och den svenska kronan. Jag fick uppbåda all min kunskap och övertalningsförmåga för att övertyga deltagarna om att dollarn skulle falla. Denna övning kom därefter väl till pass. Under resten av 1985, 1986 och första halvåret av 1987 har utvecklingen av dollarn och de växande finansiella obalanserna mellan USA och Japan-Västtyskland varit de centrala faktorer som har underlättat en bankekonoms vardagsarbete.

Under denna period har det blivit åtskilliga artiklar och föredrag som i en eller annan form baserats på dollarkursen och obalanserna. Denna bok kan därför delvis ses som en summering av två och ett halvt års intensiv bevakning av den internationella utvecklingen.

Artiklarna, föredragen och därför också denna bok har påverkats av de stimulerande debatter och diskussioner jag dagligen har haft och har med kollegorna vid Sparbankernas Bank. Bland många vill jag framför allt tacka Hubert Fromlet och Siv Berglund vid bankens ekonomiska sekretariat och Johan Lybeck vid bankens finansstrategienhet. Avsnittet om "Bundesbank" i kapitel 2 baseras även på en artikel av Hubert Fromlet i bankens publikation "Utvecklingen på kreditmarknaden". Utanför banken är jag tacksam för värdefulla synpunkter på preliminära versioner av denna bok av Lars Werin och Jan Häggström vid Stockholms universitet, av Hans Ekdahl vid Industriförbundet och av deltagarna vid ett SNS-seminarium i maj 1987. Vidare har Sven-Åke Carlsson vid Uppsala universitet bidragit med viktiga för-

bättringar i den tidigare versionen. Utskriften har på ett förtjänstfullt sätt gjorts av personalen vid bankens ”textbod”.

Stockholm i september 1987

Dag Lindskog

1 Inledning

När 1980-talet inleddes hade USA överskott i de löpande transaktionerna med omvärlden, Japan och Västtyskland underskott. USA var kapitlexportör. Japan och Västtyskland lånade utomlands.

Någonting har hänt sedan dess. 1986 var USAs underskott ca 150 miljarder dollar, Japans och Västtysklands sammanlagda överskott i samma storleksordning. USA lånade utomlands. Japan och Västtyskland var kapitlexportörer.

Omsvängningen påbörjades redan några år in på 1980-talet. Därefter har svängningen tagits ut i ett accelererande tempo. Ännu 1982 innehade USA den största utländska förmögenheten. Denna position förlorades därefter snabbt. 1985 blev förmögenhetsställningen negativ för första gången sedan 1914. Redan samma år blev USAs utlandsskuld den största i världen. Spegelbilden är en förmögenhetsuppbyggnad – främst fordringar på USA – i Japan och Västtyskland. Japan har övertagit positionen med den största utländska förmögenheten.

Någonting har också hänt på valutamarknaden. Dollarns uppgång inleddes i början av 1980. Med få avbrott steg dollarkursen under fem år. Dollarns fall blev därefter desto snabbare. Spegelbilden är återigen Japan och Västtyskland. Den japanska yenen och västtyska marken har övertagit dollarns tidigare ”ohejdbara” bana uppåt.

Någonting kommer också att hända. Ännu i mitten av 1987 har visserligen omsvängningen mot vidgat amerikanskt underskott och ökat överskott i Japan och Västtyskland ej avstannat, men framöver kommer pendeln att slå tillbaka. USA kommer på nytt att uppnå överskott, Japan och Västtyskland underskott. De stora frågorna är, hur kommer anpassningsprocessen från obalans till balans att se ut och hur snabbt kommer en ny jämvikt att nås?

Denna bok har tre huvudsyften. För det första, att förklara

varför och hur de finansiella obalanserna uppkom. Detta görs i kapitel 3. För det andra, att analysera de finansiella obalansernas natur vid en tidpunkt – i mitten av 1987 – när pendeln är nära sitt yttersta läge och anpassningsprocessen tillbaka igen skall inledas. För det tredje, att ange huvuddragen av denna anpassning från obalans till ny balans. Dessa två områden behandlas i kapitel 4.

Huvuddelen av anpassningsbördan har inledningsvis fallit på växelkurserna. Även framöver kommer dollarns värde att stå i centrum för anpassningsprocessens utseende och tempo. För att uppnå de tre huvudsyftena stöds därför redogörelsen av en genomgång av valutamarknadens funktionssätt och av centralbankerna samt de nationella kreditmarknaderna i USA, Japan och Västtyskland. Detta görs i kapitel 2.

I bokens sista kapitel – kapitel 5 – analyseras även det internationella förloppets effekter på Sverige via utvecklingen av den svenska kronans värde.

De internationella finansiella obalanserna domineras av å ena sidan USA och å den andra sidan Japan och Västtyskland. Självklart är dock alla andra länder i varierande utsträckning indragna i skeendet. USA är ekonomiskt sett ungefär dubbelt så stort som Japan och fem gånger större än Västtyskland samt ca 30 gånger större än Sverige. USAs roll i boken är uppenbar. Detsamma gäller för Japan. Västtyskland är det mindre av de tre stora länderna, men dess plats i boken är dock lika självklar som USAs och Japans. Västtysklands roll är exempelvis väsentligt tyngre i den internationella handeln än vad ovan nämnda jämförelse kan ge sken av. 1986 var Västtyskland världens främsta exportland – före såväl USA som Japan. Vidare har den västtyska marken en dominerande och styrande ställning för de flesta andra västeuropeiska valutorna. D-marken är dessutom den näst viktigaste reservvalutan – efter dollarn men före yenen. I viss utsträckning kan därför Västtyskland ses som representant för hela Västeuropa eller åtminstone för EG-länderna. EG-ländernas gemensamma styrka närmar sig USAs och är ca två gånger större än Japans. I det följande behandlas dock enbart Västtyskland tillsammans med USA och Japan, men den symboliska representationen för övriga Västeuropa har i viss utsträckning giltighet.

En frågeställning som erfordrar ett svar redan i det inledande kapitlet är om obalanserna överhuvudtaget utgör ett problem?

De våldsamma växelkursrörelserna och täta frekvensen av internationella toppmöten med många gånger endast lätt maskerad hård ordväxling torde vara svar nog. En parallell kan också dras mellan den påbörjade amerikanska utvecklingen och den svenska. För Sverige gäller, att gångna tiders försyndelser i form av en längre period med för lågt inhemskt sparande – bytesbalansunderskott – gav upphov till en betydande offentlig och privat utlandsupplåning. Den över åren ackumulerade utlandsskulden lägger i dag en tung börda på den ekonomiska politiken. De svenska årliga räntebetalningarna netto till utlandet uppgår till ca 20 miljarder kronor eller lika mycket som 1987 års budgetförslag för grund- och gymnasieskolan tillsammans. I mitten av 1970-talet – före underskottsperioden – var räntenettot försumbart. Ränteunderhållet av en utlandsskuld undantränger den inhemska konsumtionen och sänker därför välfärden. Denna utveckling har lett fram till en samstämmig svensk syn, att för att undvika en växande räntebörda måste utlandsupplåningen upphöra, dvs de löpande transaktionerna med omvärlden måste vara i balans eller ge ett överskott: ”... Sedan 1984 har den ekonomiska politiken utformats med en klart uttalad norm att staten inte skall nettolåna i utlandet. Normen leder till att kreditpolitiken i huvudsak måste avdelas för att försvara målet om extern balans”, (Irma Rosenberg i en artikel i riksbankens kvartalstidskrift 4/1986). Denna problematik är än mer uppenbar för många hårt skuldsatta utvecklingsländer.

En andra parallell mellan den amerikanska och svenska utvecklingen med de två stora devalveringarna i början av 1980-talet är att en billigare valuta – dollar respektive krona – är en nyckelfaktor för att uppnå ny balans.

Problemen faller emellertid inte endast på underskottslandet. I Japan och Västtyskland kommer visserligen framtida räntebetalningar från omvärlden att kunna höja den inhemska konsumtionen och välfärden, men förändringen bort från exportledd tillväxt medför omställningskostnader. Obalanserna utgör således ett problem.

Boken behandlar uppkomsten av detta problem – av de internationella finansiella obalanserna – och anpassningsprocessen mot ny balans. I kapitel 2 ingår allmängiltiga valutateori- och valutapraktikavsnitt. Dessa fyller dock inte en självständig funktion utan stöder de efterföljande kapitlen. Den initierade eller

jäktade läsaren torde likväl kunna påbörja läsningen med det avslutande avsnittet i kapitel 2 om dollarkursen. Övriga delar i kapitel 2 kan användas som uppslagsverk för speciella frågeställningar i de efterföljande kapitlen. Kapitel 4 avslutas med en sammanfattning av den gångna utvecklingen mot obalans och slutsatser inför den kommande anpassningsprocessen mot balans.

De finansiella obalansernas storlek och dramatiken på valutamarknaden är i flera avseenden ett resultat av helt olika synsätt på det som varit haver och det som komma skall mellan USA och Japan-Västtyskland. Detta motiverar, att flera citat från huvudaktörerna och internationella bedömare har medtagits, speciellt till beskrivningen av uppkomsten av obalanserna i kapitel 3, men också för att belysa utgångsläget inför anpassningsprocessen i kapitel 4.

En problemorienterad bok kan ha karaktären av en dagslända – imorgon står nya problem i fokus. De internationella finansiella obalansernas storlek och inbyggda dynamik talar för att detta inte gäller här. Anpassningsprocessen mot ny balans kommer att dominera det internationella skeendet en god bit in på 1990-talet. I flera avseenden kan då den världsekonomiska kartan se väsentligt annorlunda ut än i dag.

2 *Vad bestämmer valutakurserna?*

Dollarns zenit nåddes i början av 1985. Toppkursen mot den svenska kronan registrerades till 9,74 i början av mars. Samma månads lägsta kurs var 8,91. Inom loppet av en månad föll således dollarn med närmare en krona eller ca 10 procent. Drygt två år senare noterades dollarn till 6,30 – ett fall motsvarande en tredjedel av toppkursen.

Än större rörelser gäller för dollarutvecklingen gentemot japanska yenen och västtyska marken. Toppkursen mot D-marken noterades i slutet av februari 1985 till 3,47. I februari 1987 var kursen 1,80. Inom loppet av två år näst intill halverades dollarns värde mot D-marken! Samma stora dollarfall skedde även mot yenen.

Hur kan denna spektakulära omvärdering av dollarn förklaras? Kommer dollarn på nytt tillbaka upp mot 10 kronor och 3,50 mot D-marken, eller fortsätter dollarfallet, och var ligger i så fall "golvet"?

Detta är några av bokens huvudfrågeställningar. Frågorna kommer att belysas och försök till svar kommer att ges i kommande kapitel, speciellt i kapitel 4. I detta kapitel skall teorin och praktiken kring valutakurserna tas upp.

Av grundläggande betydelse för förståelsen av valutakursrörelserna och de internationella finansiella obalanserna är att sambanden mellan handels- och bytesbalansen, valutaflöden samt sparande och investeringar belyses. Detta görs i kapitlets första avsnitt. Därefter följer en redogörelse för olika växelkursteorier.

Teoriavsnittet, där betoningen ligger på lättfattlighet, följs av en genomgång av den faktiska och praktiska utformningen av valutamarknaden och valutahandeln. Därefter ges en beskrivning av de tre viktigaste aktörerna på de internationella valuta- och kreditmarknaderna – centralbankerna i USA, Japan och Västtyskland – och av deras nationella kreditmarknader samt av euromarknaden.

Kapitlet avslutas med en redogörelse av dollarkursens utveckling under de senaste 15 åren. Avsnittet kan dels ses som en sammanfattning av valutateori och -praktikdelarna, dels som ett avstamp inför diskussionen av de finansiella obalanserna i de efterföljande kapitlen.

Bytesbalans, sparande och valutaflöden

Sambanden mellan försörjnings-, bytes- och kapitalbalansen, sparande och valutaflöden belyses här med illustration från den svenska utvecklingen under 1985 och 1986. Principerna är dock desamma för alla länder.

Utgångspunkten är försörjningsbalansen i tabell 2.1. Tillgången av inhemsk produktion (BNP) och import av varor och tjänster (M) används till privat konsumtion (C), privata investeringar (I), offentliga utgifter för konsumtion och investeringar (G) samt till export av varor och tjänster (X).

Tabell 2.1 *Försörjningsbalansen 1985 och 1986 i löpande priser, miljarder kronor.*

	1985	1986		1985	1986
Produktion (BNP)	860	942	Privat konsumtion (C)	438	476
Import (M)	282	274	Privata investeringar (I)	140	141
			Offentliga utgifter (G)	260	290
			Export (X)	304	309
Tillgång (BNP + M)	1 142	1 216	Användning (C+I+G+X)	1 142	1 216

Källor: Nationalräkenskaperna och Preliminär nationalbudget, januari 1987.

Användningen kan även indelas i inhemsk förbrukning (C+I+G) och förbrukning i utlandet (X). Denna indelning ger:

(2.1) PRODUKTION – INHEMSK FÖRBRUKNING = EXPORT – IMPORT

dvs	BNP – (C+I+G)	=	(X – M)	
	860 – 838	=	22	1985
	942 – 907	=	35	1986

Både 1985 och 1986 uppkom överskott i Sveriges handels- och tjänstebalans. Den kraftiga förbättringen mellan åren förklaras av oljeprisfallet 1986 och den lägre oljeimportnotan.

Hela produktionsvärdet kan dock inte fritt disponeras av producenterna – löntagare och kapitalägare i Sverige. En del måste användas till att betala räntor och utdelningar på tidigare upptagna lån och aktieförsäljning till utlandet. Ytterligare en del går till transfereringar, exempelvis u-landsbiståndet. På motsvarande vis erhålles räntebetalningar, utdelningar och transfereringar från utlandet. Kalla nettot för dessa in- och utbetalningar för transfereringsnettot (R) och produktionen (BNP) minus detta netto för bruttonationalinkomsten (Y). Adderas transfereringsnettot till båda sidor om likhetstecknet i uttryck (2.1) erhålles:

(2.2) INKOMST – INHEMSK FÖRBRUKNING = BYTESBALANSEN

dvs	(BNP+R) –	(C+I+G)	=	(X–M) + R	
eller	Y–(C+I+G)	=	(X–M) + R		
828	838	22	– 32		1985
915	907	35	– 27		1986

Summan av handels- och tjänstebalansen samt transfereringsnettot kallas för bytesbalansen. 1985 visade bytesbalansen ett underskott. Året därpå ett överskott. I tabell 2.2 anges de viktigaste delarna av bytesbalansen.

Inkomsten minus inhemsk förbrukning – total konsumtion och investeringar i privat och offentlig sektor – visar även det finansiella sparandet. Bytesbalansunderskottet 1985 kan därför kallas för ”sparandebrist”, överskottet 1986 för ”sparandeöverskott”.

Det är många gånger intressant att dela upp det finansiella sparandet på sektorer, exempelvis mellan den privata och offentliga sektorn. Från den privata sektorns synvinkel kan inkomsten (Y) delas upp på konsumtion (C), sparande (S) och nettot av alla in- och utbetalningar till den offentliga sektorn, skatte- och

transfereringsnettot (T). Med de införda beteckningarna fås: $Y=C+S+T$. Insättes denna uppdelning av inkomsten i uttryck (2.2) erhålles följande samband:

$$(2.3) \text{ (PRIVAT SPARANDE - INVESTERINGAR)} \\ + \text{ (SKATT- OCH TRANSFERERINGSNETTO -} \\ \text{OFFENTLIGA UTGIFTER)} = \text{BYTESBALANSEN}$$

$$\begin{array}{rcccl} \text{dvs } (S - I) & + & (T - G) & = & (X - M) + R \\ 26 & - & 36 & - & 10 & 1985 \\ 22 & - & 14 & - & 8 & 1986 \end{array}$$

Båda åren visade den privata sektorn ett positivt finansiellt sparande (S-I) och den offentliga sektorn ett negativt sparande (T-G).

Sektorindelningen kan självklart göras mer detaljerad. Den privata sektorn kan indelas i hushålls- och företagssektorn och dessa i sin tur ner till det enskilda hushållet respektive företaget. Den offentliga sektorn indelas i staten, kommunerna och socialförsäkringssektorn. Bakom det offentliga sparandeunderskottet år 1986 ligger framför allt statens budgetunderskott. Innebörden av ett positivt finansiellt sparande är helt enkelt, att sektorn eller det enskilda hushållet eller företaget är nettoutlånare på kreditmarknaden. För hela landet innebär därför ett positivt finansiellt sparande ett bytesbalansöverskott vilket leder till nettoutlåning på den internationella kreditmarknaden. Det omvända gäller vid ett negativt finansiellt sparande, dvs nettoupplåning respektive bytesbalansunderskott.

Lånetransaktionerna med omvärlden framgår av kapitalbalansen. Till skillnad från bytesbalansen, som mäter flöden exempelvis exportvärdet under ett år, redovisar kapitalbalansen stockförändringar, exempelvis en ökning eller minskning av innehavet av utländska obligationer.

På kapitalbalansen skiljs mellan å ena sidan privata transaktioner inkl en mindre mängd kommunala och å den andra sidan statliga transaktioner. De viktigaste privata transaktionerna är direkta investeringar, långfristiga lån, kortfristig finansiering av export och import samt handelskrediter. Notera att exempelvis posterna direkta investeringar och långfristiga lån är stockförändringar, medan den totala stockens nettoavkastning i form av utdelningar och räntor är flöden och redovisas under bytesbalansen. Tillsammans med restposten utgör de fyra tidigare nämnda

posterna den icke statliga kapitalbalansen. Denna post och bytesbalansen omfattar den privata sektorns alla transaktioner med utlandet. Däri ingår också den offentliga sektorns flödesbetalningar, exempelvis räntor och kommunala lånetransaktioner. Är inbetalningarna större än utbetalningarna uppkommer ett valutainflöde. Det omvända ger valutautflöde. Av tabell 2.2 framgår att 1985 års valutainflöde härrörde från kapitalbalansen, medan 1986 års valutainflöde främst härrörde från bytesbalansöverskottet.

Uppkommer ett valutautflöde kan detta finansieras på två sätt – antingen genom statlig nettoupplåning utomlands eller genom att ta i anspråk riksbankens valutareserv. Ett valutainflöde kan på motsvarande sätt användas till att antingen amortera av den statliga utlandsskulden eller öka valutareserven. Under 1986 användes valutainflödet främst till amorteringar av den statliga utlandsskulden.

Bytes- och kapitalbalansen inkl den statliga nettoupplåningen och valutareservens förändring ger den totala betalningsbalansen.

Tabell 2.2 *Betalningsbalansens delar 1985 och 1986 i löpande priser, miljarder kronor. Alla värden är nettoposter, minustecken innebär valutautflöde.*

		1985	1986
Handelsbalans (varor)		15	32
Tjänstebalans		7	3
	(X – M)	22	35
Avkastning på kapital (främst räntor)		– 22	– 17
Transfereringar (främst u-landshjälp)		– 11	– 10
	R	– 32	– 27
A BYTESBALANS	(X – M) + R	– 10	8
Direkta investeringar		– 9	– 16
Långfristiga lån (ej statliga)		9	20
Kortfristig finansiering av handel		16	7
Handelskrediter och övrigt		– 3	– 10
B KAPITALBALANS (ej statlig)		13	1
C VALUTAFLÖDE (A + B = E – D)		3	9
D STATLIG UPPLÅNING		11	– 8
E VALUTARESERVENS FÖRÄNDRING		14	1

Källor: Se tabell 2.1 och riksbanken.

Redogörelsen leder fram till följande fem centrala slutsatser:

- 1) Är produktionens värde större än värdet av inhemsk förbrukning fås ett överskott i handels- och tjänstebalansen, se uttryck (2.1).
- 2) Är inkomsten större än värdet av inhemsk förbrukning fås ett överskott i bytesbalansen, se uttryck (2.2).
- 3) Bytesbalansöverskott innebär, att hela ekonomin har ett sparandeöverskott gentemot omvärlden – ekonomin är nettoutlånnare på den internationella kreditmarknaden. Det omvända gäller vid bytesbalansunderskott.
- 4) Bytesbalansen kan förbättras genom ett ökat privat och/eller offentligt sparande, se uttryck (2.3). Alternativt kan bytesbalansen förbättras genom lägre investeringar.
- 5) Valutautflöden kan finansieras genom statlig upplåning utomlands eller av riksbankens valutareserv. På sikt krävs, att valutaflödet stabiliseras. Möjliga åtgärder spänner över såväl finans-, kredit- som växelkurspolitiken. En stramare finanspolitik minskar inhemsk förbrukning – investeringar och konsumtion – och ökar sparandet. Bytesbalansen förbättras och valutautflödet avtar eller vänder. En stramare kreditpolitik höjer ränteläget och lockar kapital till landet. Via kapitalbalansen avtar eller vänder valutautflödet. På sikt leder även det högre ränteläget till minskad inhemsk förbrukning och ökat sparande, dvs förbättring av bytesbalansen. En devalvering fördyrar utländsk valuta och dämpar valutautflödet från såväl bytes- som kapitalbalansen.

Den sistnämnda åtgärden – devalvering – för direkt över till nästa avsnitt om växelkursteorier.

Valutateori

Priset på en valuta – växelkursen eller valutakursen – bestäms av efterfrågan och utbudet av valutan. En första förklaringsansats till växelkursen är därför det traditionella efterfråge- och utbudsdiagrammet.

Efterfrågan och utbudet av utländsk valuta uppkommer av varje transaktion under betalningsbalansen. Efterfrågan bestäms

av importen, ränte- och andra transfereringsbetalningar till utlandet samt av utlåning via kapitalbalansen till utlandet. Utbudet bestäms av exporten och andra betalningar från utlandet via bytesbalansen samt av upplåning via kapitalbalansen från utlandet.

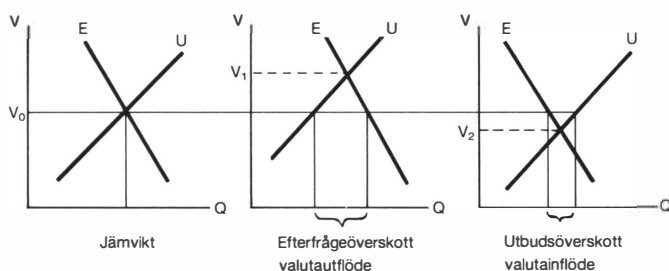
Figur 2.1 ger tre möjliga situationer på valutamarknaden. Den vertikala axeln mäter växelkursen, V , exempelvis SEK/USD. Ju högre upp på axeln desto dyrare USD och billigare SEK. Den horisontella axeln mäter mängden utländsk valuta, Q , exempelvis USD. Efterfrågekurvens, E , negativa lutning innebär helt enkelt att ju dyrare USD desto mindre efterfrågan. Det omvända förhållandet gäller för utbudskurvan, U .

I den vänstra figuren råder jämvikt på valutamarknaden. Efterfrågan är lika med utbudet vid kursen V_0 . Valutaflödet är i balans.

Vad händer om efterfrågan eller utbudet av utländsk valuta skiftar? Svaret beror på vilken växelkurspolitik som förs – fast eller flytande växelkurs.

En fast växelkurs kan jämföras med en prisreglering på vilken som helst annan marknad. Om den fasta växelkursen är V_0 , men efterfråge- och utbudsförhållandena har ändrats som i den mittersta figuren råder ej längre jämvikt. Vid V_0 är efterfrågan på utländsk valuta större än utbudet. Förklaringen kan vara en större eller dyrare import eller ökad utlåning, exempelvis snabbare amorteringar av befintliga lån, till utlandet. Summan av bytesbalansen och den privata kapitalbalansen är negativ. Efterfrågeöverskottet på utländsk valuta leder till valutaautflöde. "Utbudsbristen" på utländsk valuta får fyllas av statliga lån i utlandet

Figur 2.1 *Efterfrågan och utbud på utländsk valuta.*



eller från valutareserven. Detta kan dock inte fortsätta alltför länge. Så länge som efterfråge- och utbudsförhållandena inte ändras måste den fasta växelkursen försvaras. Valutareserven krymper eller utlandsskulden växer. Finans-, kredit- eller växelkurspolitiska åtgärder krävs. En växelkurspolitisk åtgärd är att sänka värdet på den egna valutan – devalvera – till kursen V_1 och en ny jämvikt nås.

Det omvända resonemanget att höja värdet på den egna valutan – revalvera – till kursen V_2 gäller i den högra figuren.

Vid en flytande växelkurs leder efterfråge- och utbudsförändringar ständigt till nya "jämvikter". Valutan försvagas – deprecieras – som i den mittersta figuren, eller förstärks – apprecieras – som i den högra figuren alltefter marknadskrafternas riktning.

Begreppen devalvering och revalvering avser således växelkursförändringar efter politiska beslut vid fasta växelkurser. Motsvarigheterna vid flytande växelkurser och inom eventuellt tillåtet variationsområde vid fasta växelkurser är depreciering respektive appreciering.

Det är en lång väg från efterfråge- och utbudsdiagrammets stiliserade valutamarknad till att förklara växelkursernas rörelser. Den tidigare analysen har dock fäst uppmärksamheten på, att alla transaktioner med omvärlden – med varor, tjänster och finansiella tillgångar, dvs hela betalningsbalansen – påverkar växelkursen.

Det finns många olika växelkursteorier. Överhuvudtaget ledde övergången från fasta till flytande växelkurser i början av 1970-talet till ett intensifierat forskningsarbete kring växelkurserna. De senaste årens våldsamma kast på valutamarknaden har på nytt stimulerat forskningen.

De olika teorierna skiljer sig åt dels avseende förklaringsvariabler, dels avseende den tidshorisont som studeras. På lång sikt gäller framför allt köpkraftsparitetsteorin. På kort och medellång sikt gäller andra förklaringsmodeller.

Köpkraftsparitetsteorin

Köpkraftsparitetsteorin ("purchasing power parity" eller PPP) är den traditionella och långsiktiga förklaringen till växelkurserna. I fokus står efterfrågan och utbud på varu- och tjänstemarknaden, relativpriset mellan export och import och konkurrenskraften.

PPP behandlar därför transaktionerna under bytesbalansen och främst handelsbalansen. Däremot bortses från kapitalbalansen.

Köpkraftsparitetsteorin förekommer i två varianter. I den absoluta versionen jämförs samma varukorg i två olika länder vid samma tidpunkt. Jämvikt kräver att varukorgens pris i gemensam valuta är densamma i båda länderna, dvs:

$$(2.4) \quad V = P/P^*$$

där V är växelkursen, P är inhemsk och P^* är utländsk prisnivå.

Ett skämtsamt exempel på den absoluta PPP-teorin gavs i *The Economist* (87-01-17). Där jämfördes priserna på Mc Donalds BigMac-hamburgare i olika länder. I Västtyskland kostade en BigMac 4,10 D-mark och i Frankrike 17,40 franc. Den aktuella valutakursen var 3,34 franska franc per D-mark, men BigMac-priserna implicerar kursen 4,24. D-marken var således undervärderad med hela 21 procent mot franska francen enligt "BigMac-PPP".

Uttryck (2.4) – och samma BigMac-priser – behöver dock inte gälla. Tullar, transportkostnader och annorlunda konsumtions- och produktionsmönster kan förklara olika priser på varukorgarna. Av större intresse är därför den relativa versionen av köpkraftsparitetsteorin. Den tillåter dessa skillnader, men kräver att de är konstanta över tiden.

Utgå från ett år med jämvikt i handels- och bytesbalansen samt att inga extraordinära förhållanden råder på de finansiella marknaderna beträffande ränteläget eller andra faktorer. Utgångslägets växelkurs är i "jämvikt". Då kommer växelkursutvecklingen över tiden, att bestämmas av inflationsskillnaden mellan länderna. Är land A:s inflation 5 procent högre än land B:s, kommer land A:s valuta att falla i värde med inflationsskillnaden, dvs 5 procent, mot land B:s valuta. Den relativa versionen av köpkraftsparitetsteorin ger:

$$(2.5) \quad V = P - P^*$$

där en prick betyder procentuell förändring. Notera, att växelkursen är antal av den inhemska valutan per utländsk valuta. Ju högre värde på V desto dyrare utländsk valuta.

Kapitlets inledande observationer, med en 10-procentig dollarförsvagning på en månad och en 50 procentig på två år, visar klart att köpkraftsparitetsteorin varken kan gälla på kort eller medellång sikt. Detta är också uppenbart eftersom de finansiella transaktionerna under kapitalbalansen ignorerats. Köpkraftsparitetsteorin gäller därför på lång sikt.

Ytterligare tre PPP-observationer bör göras. För det första gäller, att vid PPP-kalkyler försöka utgå från "jämviktslägen", dvs basårets växelkurser skall vara opåverkat av speciella förhållanden på kreditmarknaden etc. För det andra leder perioder av bytesbalansunderskott till att skulderna och därför räntebetalningarna till omvärlden växer. Längre underskottsperioder kan därför förväntas ge växelkurser som understiger PPP-kursen enligt uttryck (2.5). Det krävs en "undervärderad" valuta för att generera tillräckligt stort handelsbalansöverskott som motvikt till räntebördan. Det omvända med en "övervärderad" valuta gäller således efter en överskottsperiod. En tredje central observation är, att orsaksriktningen inte behöver gå från priser till växelkurs utan tvärtom. Köpkraftsparitetsteorin kan därför bäst beskrivas som ett långsiktigt villkor på växelkurserna, men kausaliteten går i båda riktningarna i uttryck (2.5).

Det är möjligt att gå ett steg till i köpkraftsparitetssambandet och studera inflationens orsaker. En första linje är att studera kostnadsutvecklingen, främst avseende lönekostnader och produktivitet. En andra linje är den s k monetära förklaringen till växelkurserna. Utgångspunkten för den senare är den klassiska kvantitetsekvationen:

$$(2.6) \quad M \cdot E = P \cdot \text{BNP}$$

$$(2.7) \quad M^* \cdot E^* = P^* \cdot \text{BNP}^*$$

där M är penningmängden, E är penningmängdens omloppshastighet, P är prisnivån och BNP är reala bruttonationalprodukten samt $*$ står för utlandet.

Från uttrycken kan P/P^* , dvs växelkursen V , lösas i uttryck (2.8) och sättas på procentuell förändring i uttryck (2.9):

$$(2.8) \quad V = P/P^* = (M/M^*) (E/E^*) (\text{BNP}^*/\text{BNP})$$

$$(2.9) \quad \dot{V} = (\dot{M} - \dot{M}^*) + (\dot{\text{BNP}}^* - \dot{\text{BNP}})$$

Den monetära ansatsen säger, att den egna valutan faller i värde om den inhemska penningmängdstillväxten överstiger omvärldens eller om omvärldens BNP-tillväxt överstiger den inhemska. Det senare följer av att ju högre BNP-tillväxt desto större efterfrågan på pengar, vilket tillfredsställs genom valutainflöde som ökar utbudet av pengar. I uttryck (2.9) har penningmängdens omloppshastighet, E , behandlats som en konstant.

Även den monetära ansatsen kan därför i grunden sägas fokusera på inflationsskillnaderna. En viktig skillnad i förhållande till den renodlade köpkraftsparitetsteorin är dock, att denna endast beaktar bytesbalansen medan den monetära ansatsen egentligen beaktar valutareservens förändring, dvs hela betalningsbalansen.

Växelkursen och de finansiella marknaderna

På kort och medellång sikt måste de finansiella marknaderna inkluderas i växelkursbestämningen. I dessa så kallade "asset-modeller" fokuseras därför kapitalbalansen och rörelserna av finansiellt kapital.

Utgångspunkten är ränteparitetsteoremet. Det blir nu också nödvändigt att skilja på termins- respektive avistakurserna, se uttryck (2.10):

$$(2.10) \quad (V^t/V^a) \cdot (1 + r^*) = (1 + r)$$

där V^t är terminskursen och V^a är avistakursen på utländsk valuta, exempelvis SEK/USD för leverans om 3 månader respektive omedelbart, r och r^* är den inhemska respektive utländska räntenivån, exempelvis 3 månaders räntan i Sverige och USA.

Ränteparitetsteoremet beaktar portföljplacerarens valsituation. Ju högre förväntad avkastning desto mer efterfrågas av tillgången. I jämvikt måste således den förväntade avkastningen på inhemska och utländska placeringar vara lika. Högerledet i uttryck (2.10) ger avkastningen efter 3 månader på en inhemsk placering, exempelvis i Sverige. Vänsterledet ger motsvarande säkra avkastning på en utländsk placering. Samtidigt med köpet av utländsk valuta till avistakursen V^a och uppnåendet av avkastningen $(1 + r^*)$ säljer placeraren den utländska valutan till terminskursen V^t . Den säkra avkastningen på den utländska place-

ringen mätt i inhemsk valuta blir därför lika med vänsterledet i uttryck (2.10):

Utryck (2.10) kan stuvras om till:

$(V^t - V^a) / V^a = (r - r^*) / (1 + r^*)$, vilket kan approximeras till:

$$(2.11) \quad (V^t - V^a) / V^a = (r - r^*)$$

Detta uttryck säger, att om terminskursen är högre än avistakursen – vänsterledet är större än ett – måste den inhemska räntenivån vara högre än omvärldens – högerledet är också större än ett. Men i terminskursen ligger förväntningar om den framtida avistakursen. V^t kan därför sägas vara det förväntade värdet av avistakursen, $(f)V^a$. Uttryck (2.11) kan då skrivas som:

$$(2.12) \quad [(f)V^a - V^a] / V^a = (r - r^*)$$

”Asset-modellerna” lyfter således fram den relativa räntenivån – avkastningen på inhemska och utländska placeringar – som den grundläggande förklaringen till finansiella kapitalrörelser och växelkurserna samt betonar förväntningarnas stora betydelse.

Det bör i likhet med köpkraftsparitetsteorin observeras, att ränteparitetsteoremet inte entydigt bestämmer orsaksriktningen, utan skall ses som ett jämviktsvillkor. Detta jämviktsvillkor kan dock till skillnad från köpkraftsparitetssambandet förväntas vara uppfyllt redan på kort sikt eftersom det är ett arbitragesamband – jämvikt kräver samma avkastning av inhemska och utländska placeringar.

En annan viktig egenskap i ”asset-modellerna”, vilken också förklarar den kort- och medellångsiktiga naturen, är att de framhäver de olika snabba prisreaktionerna på varu- respektive tillgångsmarknaderna. Priser på de finansiella marknaderna – räntor – och växelkurserna själva anpassas betydligt snabbare än priser på varumarknaden. Denna olikhet ger upphov till ”overshooting”. En störning leder på kort sikt, exempelvis till följd av långfristiga kontrakt, till liten eller ingen prisreaktion på varumarknaden. Däremot reagerar tillgångsmarknaderna omedelbart. När varumarknadens reaktion dröjer måste växelkursförändringen bli kraftigare än den nya långsiktiga jämvikten. Den initiala växelkursen skjuter förbi jämvikten – ”overshooting”.

Dessa växelkursrörelser påverkar i sin tur den reala utvecklingen av export och import. En växelverkan uppkommer mellan kapital- och bytesbalansernas delar.

I utvidgade "asset-modeller" ingår efterfråge- och utbudssamband för de olika finansiella tillgångarna. Efterfrågan bestäms av räntorna hemma och i omvärlden, växelkursen och dess förväntade förändring samt av förmögenheten och inkomsten. Utbudet bestäms exempelvis av finansieringen av statens budgetunderskott. Jämvikt mellan efterfrågan och utbud på tillgångsmarknaderna nås på kort sikt genom ränte- och växelkursrörelser.

Ränte- och växelkursrörelserna påverkar på något längre sikt export- och importpriserna, volymerna och bytesbalansen, och hela betalningsbalansen liksom den rent inhemska utvecklingen.

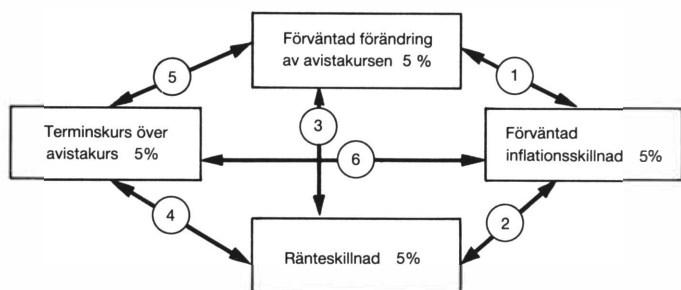
Sammanfattning

Efterfrågan och utbudet på valuta, valutaflödet och växelkursen bestäms av alla transaktioner under betalningsbalansen. De inhemska spar- och investeringsbesluten som resulterar i bytesbalansen visar nettolånetransaktionerna med omvärlden via kapitalbalansen. Dessa beslut och transaktioner påverkas av de inhemska och internationella villkoren avseende priser, räntor m m, dvs av finans- och kreditpolitiken. Växelkursen är i sig ett relativpris, mellan varor i köpkraftsparitetsteorin, mellan pengar i den monetära ansatsen eller mellan inhemska och utländska värdepapper i "asset-modellerna".

De finansiella marknaderna reagerar snabbare än varumarknaderna på ny information och störningar. På kort och medellång sikt är därför ränteskillnader och förväntningar av central betydelse för bestämningen av växelkursen. Ränte- och växelkursförändringar påverkar varumarknaden och den reala utvecklingen. På lång sikt är inflationsskillnader avgörande för växelkursutvecklingen. De olika reaktionshastigheterna mellan de finansiella marknaderna och varumarknaderna förklarar även "overshoot-ing" av växelkurserna i förhållande till jämviktsskurserna.

De samband som har behandlats kan sammanfattas i figur 2.2. Det första sambandet är köpkraftsparitetsteorin – ju högre inflationstakt desto större depreciering av den egna valutan. Det andra sambandet kallas för Fisher-relationen – nominell ränta är lika med real ränta plus den förväntade inflationstakten. Det

Figur 2.2 Jämviktssamband mellan avista- och terminskurser, räntor och inflationstakt.



tredje sambandet kan kallas för den internationella Fisher-relationen. Det fjärde sambandet är ränteparitetsteoremet – lika förväntad avkastning på inhemska och utländska placeringar. Det femte sambandet ser terminskursen som en korrekt förväntan av framtida avistakurs. Ränte-, inflations- och termins/avistakurskillnaden knyts samman i det sjätte sambandet. Pilarna i figur 2.2 går i båda riktningarna för att understryka den dubbelriktade kausaliteten.

Speciellt de kort- och medellångsiktiga förklaringarna till växelkurserna betonar förväntningarnas centrala roll. Alla ekonomiska beslut och framför allt kortsiktiga finansiella portföljval baseras på förväntningar om framtiden. Växelkurserna påverkas därför även av spekulativa inslag. I teoretiska modeller har visats, att utifrån rationellt beteende kan en redan övervärderad valuta trissas upp allt högre i värde och detta sker i ett accelererande tempo. Dessvärre kan samma teoretiska modeller inte förklara vad som får spekulationsbubblan att spricka. Fenomenet som kallas "bubbelproblemet" kan illustreras med följande citat av en valutahandlare, återgivet i Financial Times (85-06-06): "Jag vet att dollarn är övervärderad i dag, men jag vet dessutom att den är ytterligare övervärderad i morgon". Citatet fälldes redan år 1981 och valutahandlaren fick rätt ända till början av 1985. Därefter har frågan avsett hur länge samma omdöme, men med en undervärderad dollar, skall gälla?

Valutapraktik

Under större delen av efterkrigstiden fram till 1970-talets inledande år gällde Bretton Woods-systemets fasta växelkurser. En dollar kostade exempelvis 5,17 kronor under hela 1950 och 60-talen ända fram till i augusti 1971. Denna månad ledde ihållande valutaoro till att valutahandeln stängdes. USA upphävde guldinlösningsrätten för dollarn, vilket var det första grundskottet mot Bretton Woods-systemet. I december samma år beslutades i samband med Smithsonian överenskommelsen om en devalvering av dollarn med ca 8 procent (från 35 till 38,02 USD per uns guld). Åtgärderna gav emellertid endast tillfällig resnit. I februari 1973 devalverades dollarn på nytt med ca 10 procent (från 38,02 till 42,22 USD per uns guld). I mars slutligen slopades alla bindningar för dollarn och Bretton Woods dollarbaserade fasta växelkurs-system bröt definitivt samman.

I Bretton Woods ställe kom dagens system med flytande växelkurser. Ett antal västeuropeiska länder – Västtyskland, Frankrike, BeNeLux-länderna samt Danmark – inledde det s k valutaormsamarbetet. Sverige gick med i ormsamarbetet den 16 mars 1973. Dessa 7 länder fick sinsemellan fasta växelkurser, men gemensamt flytande växelkurs gentemot valutorna från USA, Kanada, Japan och Storbritannien.

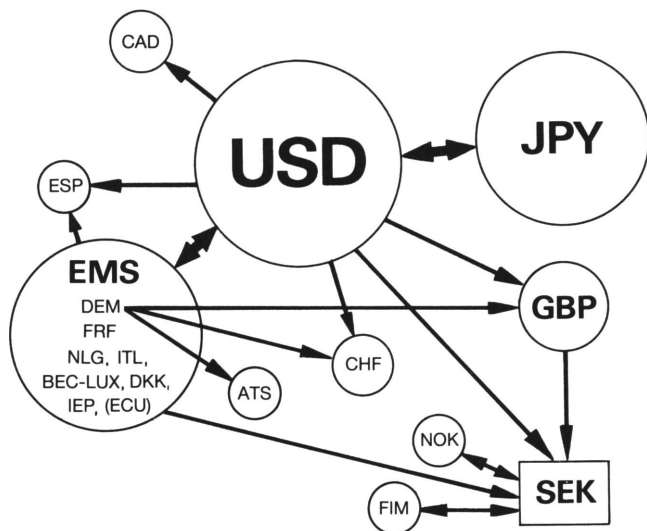
Senare har detaljförändringar skett. Den svenska kronan togs ur valutaormen i samband med devalveringen hösten 1977, och det nuvarande växelkurssystemet med en fast krona mot ett vägt index – valutakorg – av de viktigaste handelspartnerns valutor inleddes. Valutaormen ersattes och utvidgades till EMS ("European Monetary System") i början av 1979. Grunddragen kvarstår dock alltsedan mars 1973. Huvudvalutablocken – USA, Japan och EMS-länderna liksom pundet – har flytande växelkurser mot varandra.

I ett inledande avsnitt sammanfattas nulägets valutasystem i en "valutalathund". Därefter studeras EMS och "europavalutan ECU" närmare. Valutahandels omfattning, vilken betonar de finansiella transaktionernas roll, redogörs för i ett avslutande avsnitt.

”Valutalathund”

En sammanfattande bild av nulägets växelkurssystem ges i figur 2.3.

Figur 2.3 ”Valutalathund”.



Valuta/land	Vikt i Riksbankens valutaindex (fr o m 870401)
ATS Österrike	1.3
BEC Belgien	3.6
CAD Kanada	1.1
CHF Schweiz	2.0
DEM Västtyskland	15.6
DKK Danmark	7.8
ESP Spanien	1.3
FIM Finland	6.5
FRF Frankrike	5.2
GBP Storbritannien	12.2
IEP Irland	—
ITL Italien	3.6
JPY Japan	3.1
LUX Luxemburg	—
NLG Nederländerna	4.7
NOK Norge	9.2
SEK Sverige	—
USD USA	22.8
	100.0

I valutamarknadens och figurens centrum återfinns USA-dollar. Dollarn är standardvaluta i all valutahandel och den i särklass viktigaste reserv- och eurovalutan. Dollarn är följaktligen det största av de tre huvudvalutablocken. De andra två är EMS-valutorna och japanska yenen. De dubbelriktade pilarna mellan USD, JPY och EMS visar, att påverkan går i båda riktningarna. Samordnade och icke samordnade ränteförändringar och uttalanden har de senaste åren framhävt interaktionen mellan de tre huvudvalutablocken och villkoren på de nationella kreditmarknaderna. En dubbelriktad pil borde också gå mellan yenen och speciellt D-marken bland EMS-valutorna.

Inom EMS är D-markens roll central. D-marken är den näst viktigaste reservvalutan – efter dollarn, men före yenen. EMS-valutorna har sinsemellan fasta växelkurser med en tillåten variation av 2,25 procent uppåt eller nedåt kring de fastställda centralkurserna. Bland EMS-valutorna intar traditionellt D-marken och nederländska florinen den starkaste ställningen. Skillnaden gentemot de övriga valutorna har dock minskat på sistone. D-markens status som reservvaluta gör, att den påverkas extra kraftigt – uppåt och nedåt – av omvärderingar av dollarn. Periodvis förstärker framför allt en apprecierande D-mark de på grund av inflationsskillnaderna i EMS-systemet latent inbyggda spänningarna. ECU ("European Currency Unit") är en korgvaluta bestående av EMS-valutorna och brittiska pundet samt grekiska drachmen.

USA-dollar är styrande också för Kanada-dollarns värde. Starka samband råder även mellan den amerikanska dollarn, pundet och schweizerfrancen. Dessutom har många utvecklingsländer sina valutor i en eller annan form knutna till dollarn.

Utanför EMS, men likaväl starkt knutna till D-marken, är österrikiska schillingen och schweizerfrancen. Detta betonar ytterligare D-markens speciella position i Europa. Självständigast vis-à-vis D-marken – och helt fritt flytande gentemot övriga valutor – är det brittiska pundet. Debatten om en eventuell anslutning av pundet till EMS har dock periodvis varit intensiv. Det måste emellertid understrykas, att pundets oljeprisberoende kan vara svårhanterligt inom ett fast växelkurssystem.

Spaniens peseta styrs mycket aktivt av den spanska centralbanken mot en icke officiell handelsvägd korg. "Korgens" viktigaste valutor är dollarn, D-marken och övriga EMS-valutor samt pundet.

Av våra nordiska grannar ingår den danska kronan i EMS. Finland och Norge har i likhet med Sverige fasta växelkurser gentemot valutakorgar. De viktigaste korgvalutorna är där lik-som här dollarn, EMS-valutorna och pundet. Även den svenska kronan väger tungt i de finska och norska valutakorgarna.

Den svenska kronan har en fast växelkurs gentemot en valuta-korg. De 15 korgvalutornas vikter bestäms av den bilaterala han-dels storlek, se figur 2.3. Dollarn har dock givits dubbel vikt. Kronans värde mot korgen anges med riksbankens valutaindex. Den svenska växelkurspolitiken behandlas utförligare i kapitel 5.

Valutasamarbetet EMS

De nuvarande medlemsländerna – Belgien, Danmark, Frankrike, Irland, Italien, Luxemburg, Nederländerna och Västtyskland – är desamma som vid bildandet av EMS ("European Monetary System") i mars 1979. Storbritannien valde, som enda av de 1979 totalt nio EG-länderna, att redan från starten stå utanför valuta-samarbetet. De tre senare ny tillkomna EG-länderna – Grekland, Portugal och Spanien – står likaledes utanför EMS.

Samarbetet innebär, att EMS-valutorna är bundna till varand-ra genom bilaterala centralkurser. En variationsvidd om 2,25 procent uppåt och nedåt kring centralkursen är tillåten. Den ita-lienska lirans variationsvidd är dock 6 procent. Luxemburgs va-luta är fast knuten till den belgiska francen.

Vid mera synliga avvikelser från centralkursen inom det tillåt-na variationsintervallet kan, men behöver inte, berörd central-bank intervensera. När variationsviddens gränser, är emellertid båda de berörda centralbankerna tvingade att intervensera. Detta åtagande avser i princip obegränsade belopp. Stora och ihållande spänningar leder därför till att centralkurserna ändras, dvs till devalveringar och/eller revalveringar inom EMS-systemet – "realignment".

Västtyskland och D-marken är av flera skäl "riktkarl" inom EMS. Ett första skäl är Västtysklands betoning och faktiska upp-nående av en låg inflationstakt. För att hålla de fasta centralkur-serna mot D-marken måste de andra länderna – i överensstäm-melse med köpkraftsparitetsteorin – anpassa sin inflationstakt till Västtysklands. Sker inte detta, måste antingen D-marken med mer eller mindre jämna mellanrum revalveras och/eller andra

valutor devalveras.

Inflationsskillnaderna har varit grundorsaken till de elva växelkursjusteringarna, som hittills – den senaste i januari 1987 – har ägt rum inom EMS. Samarbetet skulle dock sönderfalla, om inte försök gjordes för att krympa inflationsskillnaderna. En viktig förklaring till EMS-systemets relativa stabilitet är ett närmande av ländernas ekonomiska politik på i huvudsak ”Västtysklands villkor” – minskade inflationsskillnader på en lägre nivå. Detta gäller speciellt för de senaste åren, men också tidigare. Ett sådant exempel på anpassning är dåvarande regeringen Mitterands politikomläggning från inledningsvis kraftig expansion till betydande åtstramning för att minska inflationen.

D-markens ställning förstärks dessutom av att Västtyskland har de mest liberala bestämmelserna för kapitalrörelser över gränserna. Även på detta område är dock de andra EMS-länderna på väg att närma sig Västtyskland. EG har också beslutat, att en fullständig liberalisering av kapitalrörelserna mellan länderna skall vara genomförd 1992. Därtill kommer D-markens viktiga roll som reservvaluta. Dessa faktorer leder till att D-marken tenderar att svänga kraftigare mot dollarn i båda riktningarna än de övriga EMS-valutorna. De underliggande inflationsbetingade spänningarna försvagas därför när dollarn är stark och förstärks när dollarn är svag. Detta förhållande avspeglas i tidpunkterna för de elva växelkursjusteringarna inom EMS. De sju första justeringarna gjordes fram till våren 1983. Under dollarns starka period noterades ingen större oro inom EMS. Därefter byggdes spänningarna upp i takt med att dollarn försvagades och framför allt D-marken förstärktes. Spänningarna framkallade den elfte växelkursjusteringen inom EMS – främst mellan D-marken och franska francen – i januari 1987.

Den historiska utvecklingen indelar EMS-valutorna i två starka – D-marken och nederländska florinen – och de övriga. Italiens lira och Irlands punt har speciella positioner – den större tillåtna variationen respektive beroendet till Storbritanniens pund. Dessa två länder – och än mera Belgien, Danmark och Frankrike – har dock rört sig närmare Västtyskland och Nederländerna.

En studie av Internationella Valutafonden – ”The European Monetary System: Recent Developments”, Occasional Paper No 48, 1986 – visar entydigt att EMS-åren givit betydligt större

stabilitet för EMS-valutorna i jämförelse med perioden före 1979. På längre sikt innebär det successiva närmandet av medlemsländernas ekonomiska politik och pågående eller planerade valutaliberaliseringar, att EMS stärks ytterligare. Periodvis nödvändiga växelkursjusteringar skulle på detta vis kunna bli mera sällsynta.

”Europavalutan ECU”

När EMS bildades skapades även ECU (”European Currency Unit”). ECU är en korgvaluta. De enskilda valutorna ingår med fasta volymvikter, vilket innebär att ECUs värde varierar inom begränsade ramar alltefter de ingående valutornas kursutveckling. ECU faller således successivt i värde mot en apprecierande valuta som D-marken.

Tio av de tolv EG-ländernas valutor ingår i ECU-korgen. Tyngst väger D-marken. De sex dominerande valutornas avrundade vikter i september 1987 var 35 procent för D-marken, 19 för franska francen, 13 för brittiska pundet, 11 för nederländska florinen, 9,5 för italienska liran och 9 procent för belgiska francen. Resterande fyra valutor – danska kronan, Irlands punt, luxemburgfrancen och grekiska drachmen – utgör knappt 5 procent av ECU-korgen. De nyttillkomna EG-ländernas – Portugal och Spanien – valutor inkluderas således ej i ECU. Det bör uppmärksammas, att pundet ingår i ECU, men ej i valutasamarbetet EMS – pundet flyter fritt. Inte heller drachmen deltar i EMS, men dess betydelse är avsevärt mindre än pundets.

ECU finns varken i mynt eller sedlar. Dess värde noteras dock dagligen. Dessutom uppfyller ECU pengars tre klassiska funktioner – värdemätare, värdebevarare och bytesmedel. ECU har dels officiell, dels privat användning.

Inom valutasamarbetet EMS används ECU för att fastställa de ingående valutornas centralkurser och vid avräkning av interventioner enligt EMS-avtalet. EMS-ländernas centralbanker deponerar 20 procent av sina guld- och dollarreserver i en gemensam fond och erhåller istället ECU.

Inom många EG-länder används ECU i flera privata sammanhang. Det finns olika inlåningsformer, checkräkning m m, exportkrediter och resecheckar i ECU. Sedan slutet av 1985 finns ECU-optioner och sedan början av 1986 även ECU-futures.

ECUs viktigaste användningsområden är eurobonds, (se av-

snittet om euromarknaden), och annan internationell bankverksamhet. 1986 intog ECU-bonds femte platsen efter eurobonds i dollar, yen, D-mark och pund. Räntan på ECU-bonds är den vägda räntan av de 10 ECU-ländernas nationella räntor. ECU-räntan ligger därför alltid mellan extremlägena inom EG. Inom annan internationell bankverksamhet – främst in- och utlåning på euromarknaden – intar ECU likaledes femte platsen efter dollar, D-mark, schweizerfranc och yen, men före pundet.

ECUs största attraktionskraft ligger i dess relativa stabilitet. Korgkonstruktionen innebär, att ECUs fluktuationer är mindre än de enskilda valutornas. Växelkursriskerna dämpas av de fasta EMS-pariteterna. ECU-kursen är likaledes förhållandevis stabil även vid de periodvis återkommande justeringarna av EMS' centralkurser. Det brittiska pundet flyter däremot fritt mot EMS-valutorna. Pundfluktuationer gentemot ECU kan därför vara betydande, medan genomslaget mot andra valutor dämpas av pundets begränsade ECU-vikt.

Genom åren kan de successiva förändringarna av ECU-vikterna ackumuleras, så att de inte avspeglar ländernas betydelse inom EG. Vart femte år justeras därför ECUs volymvikter. Nästa justering skall ske i september 1989. Då kan även ett deltagande av Portugal och Spanien aktualiseras.

En annan viktig faktor kan emellertid leda till en mera dämpad utveckling av ECU. EMS-ländernas ekonomiska politik har under 1980-talet gradvis blivit mera likartad. Inflationsskillnaderna har minskat. Fortsätter denna utveckling, kommer EMS-valutornas kursrörelser att minska, varför ECUs främsta attraktionsvärde avtar. Dithän är det dock av allt att döma ännu många år kvar. ECU lär därför även framöver spela en framträdande roll på den internationella kreditmarknaden.

Valutahandelns omfattning

Det har länge varit känt, att den internationella valutahandeln omsätter svindlande volymer, att dollarn dominerar, och att den mesta handeln avser interbankaffärer. Först 1986 kom dock tillförlitliga uppskattningar av valutahandeln i alla tre stora centra, dvs London, New York och Tokyo. Uppskattningarna har framtagits i enkätundersökningar utförda av centralbankerna i Storbritannien, USA och Japan.

Centrum för världens valutahandel är alltså London. Enligt Bank of Englands enkätundersökning uppgick den genomsnittliga omsättningen i London till 90 miljarder USD per dag (omräknat i gemensam valuta). Motsvarande tal för New York var cirka 60 miljarder USD, varav 50 miljarder föll på bankerna och resterande 10 miljarder på andra finansiella institutioner. Tokyohandelns dagsgenomsnitt var cirka 50 miljarder USD.

Till dessa redan svindlande volymer skall läggas andra platser såsom Frankfurt med flera städer i Europa samt speciellt Hong Kong och Singapore utanför Europa. Avståndet från de tre stora till Frankfurt och de övriga städernas omsättningsvolymer är dock betydande.

Volymökningen har varit snabb. Bankernas omsättning i New York om 50 miljarder USD per dag innebär i det närmaste en fördubbling i jämförelse med 1983.

Valutahandelns dagsgenomsnitt i London, New York och Tokyo om 200 miljarder USD kan jämföras med hela världens exportvärde om ca 2 000 miljarder USD under ett helt år.

Valutahandeln domineras helt av USA-dollar. Handeln utan dollar på ena sidan av affärerna är närmast marginell. Dollarns speciella ställning framgår även av att ca två tredjedelar av alla länders valutareserver består av dollar, hälften eller mer av alla internationella banklån och obligationslån sker i dollar samt de flesta råvarorna med oljan i spetsen prissätts i dollar.

Det normala är således, att dollar handlas mot en annan valuta. Av dessa andra valutor är D-marken speciellt viktig i London och New York, yenen i Tokyo och New York och pundet i London, men även i New York. Från dessa valutor är språnget avseende omsättningsvolymerna relativt kraftigt till schweizerfrancen. Därefter är det ett nytt hopp till Kanada-dollar och franska francen. Fördelningen på olika valutaslag i London och New York framgår av tabell 2.3. I Tokyo dominerar dollar/yen-handeln helt med över 80 procent av omsättningsvolymen.

Avistahandeln dominerar kraftigt. I London utgjorde avistahandeln 73 procent och i New York 63 procent av de totala omsättningsvolymerna. Terminshandeln upptog huvuddelen av återstoden eller 26 respektive 35 procent i London och New York. Resterande handelsvolymer — 1 respektive 2 procent i London och New York — avsåg valutaoptioner och valutafutures. Det kan dock nämnas, att av övriga finansiella institutioners

Tabell 2.3 Valutaomsättning fördelad på valutaslag (i procent).

	London	New York ¹
dollar/pund	30	19
dollar/D-mark	28	34
dollar/yen	14	23
dollar/schweizerfranc	9	10
dollar/franska franc	4	4
dollar/Kanada-dollar	2	5
dollar/övriga valutor ²	9	5
ECU och icke-dollarhandel ³	4	—
	100	100

Källor: Federal Reserve och Bank of England.

¹ Fördelningen avser bankernas valutahandel.

² Främst dollar mot italienska lira, nederländska floriner, Australien- och Nya Zeeland-dollar samt de skandinaviska valutorna.

³ Handeln mellan pund och D-mark dominerar.

omsättningsvolymerna i New York föll nästan 20 procent på optioner och futures.

En valutaoption är ett kontrakt avseende rätten, men ej skyldigheten, att köpa/sälja utländsk valuta till i förväg bestämda kurser och tidpunkter. Handeln med valutaoptioner sker såväl på organiserade marknader som i skräddarsydda bank/kundaffärer. Med valutfutures avses handel med standardiserade belopp och framtida förfallodagar på organiserade marknader. Dessa två transaktionstyper utgör dock en klart begränsad del av den totala valutahandeln.

Valutamarknaden är en interbankmarknad. Handeln mellan bankerna, med eller utan mäklare som mellanhand, utgjorde hela 88 procent i London och 87 procent i New York. Handeln mellan banker och övriga finansiella institutioner omfattade 2 respektive 7 procent i London och New York, mellan banker och övriga kunder endast 9 respektive 5 procent. Resterande marginella volymer gällde de organiserade marknaderna för optioner och futures.

Det finns flera tekniska förklaringar till den omfattande interbankhandeln. Den främsta orsaken är att nästan all valutahandel sker via dollarn, även om affären egentligen avser handel med andra valutor. Bank of England nämner exempelvis att en bank, som önskar säkra en terminsförsäljning i en annan valuta än dollarn, måste genomföra åtminstone fyra interbankaffärer. Alla fyra transaktionerna inkluderas i studiens omsättningsvolymerna.

Den omfattande interbankhandeln torde innebära, att växelkursrörelserna på kort sikt styrs av valutahandlarnas kortsiktiga och många gånger lättpåverkade förväntningar. Ett förhållande som fick tidningen *The Economist* (86-04-12) i samband med diskussionen om en eventuell anslutning av pundet till EMS att skriva följande: ”... Fru Thatcher anser fortfarande att det är ovärdigt att låta pundkursen bestämmas en söndag av prutande finansministrar. Marknaden försöker övertyga henne, att sådana kompromisser är bättre än 25-åriga valutahandlares lämmelliknande beteende”.

I Sverige finns ca 30 valutabankers, dvs banker – och postverket – med riksbankens tillstånd att driva handel med utländska valutor och att utföra betalningar till och från utlandet. Stockholm dominerar, men handel sker även från Göteborg och Malmö. Den genomsnittliga omsättningen per bankdag var 1986 ca 23 miljarder kronor på den svenska valutamarknaden, (enligt riksbankens kvartalstidskrift 1986 Nr 4). Detta dagsgenomsnitt sammanföll nästan exakt med månadsgenomsnittet för Sveriges varuexport samma år.

Den svenska valutahandeln sker till standardbelopp. Liksom i London, New York och Tokyo är nästan alla transaktioner dollarbaserade. Drygt två tredjedelar av all handel omfattar dollar mot kronor. Därefter kommer handel avseende dollar mot D-mark och pund. Dollar/yenhandeln är ej omfattande, medan dollar mot de övriga nordiska valutorna – avspeglade det betydande handelsutbytet – väger förhållandevis tungt. Avistahandeln utgjorde drygt två tredjedelar av de totala transaktionerna och resterande föll på terminshandeln.

Riksbanken begär, att valutabankerna håller en ”rimlig” proportion mellan interbankhandeln och handeln direkt med kunder. I Sverige är också den direkt kundbaserade handelns andel högre än i exempelvis London och New York.

De tre stora aktörerna och euromarknaden

Centralbankerna i USA, Japan och Västtyskland spelar en avgörande roll för valutakursernas utveckling och den internationella räntenivån. En beskrivning och analys av ”FED”, ”Bank of Japan” och ”Bundesbank” samt av respektive nationella kredit-

marknader är därför befogad. Avsnittet avslutas med en kortfattad beskrivning av den icke-nationella eller externa marknaden – euromarknaden.

”The Federal Reserve System”

USAs betydelse i världsekonomin kan inte nog understrykas. Av OECD-ländernas samlade produktionsvärde faller mer än en tredjedel på USA.

USAs betydelse sträcker sig inte bara till den internationella reala utvecklingen. Än större är dess inflytande på de internationella kredit- och valutamarknaderna. Den inhemska kreditmarknaden är störst i världen. Där verkar 15 000 affärsbanker och 25 000 sparbanker bredvid andra finansiella institutioner. Dessutom introduceras många gånger finansiella innovationer av de i New York baserade storbankerna.

USA-dollarns betydelse är uppenbar. Den är standardvalutan i all valutahandel och den helt dominerande reserv- och eurovalutan.

USAs centralbank – The Federal Reserve System (FED) – som ansvarar för den amerikanska penningpolitiken, är således den riktiga ”tungviktaren” i världsekonomin. Det är inte bara en tom kliché, när FEDs ordförande i tidningsartiklar kallas för USAs näst mäktigaste man.

Den amerikanska centralbanken är en förhållandevis ung skapelse. Efter problem, som kulminerade med svåra bankkriser 1907, grundades FED år 1913. Över åren har FEDs roll och funktioner utvidgats och fördjupats, men den ursprungliga utformningen gäller i mångt och mycket alltjämt. Hörnpelarna i FED är ”Board of Governors”, ”Federal Open Market Committee” och ”Federal Reserve Banks”.

USA är indelat i tolv distrikt med varsin Federal Reserve Bank. De sköter en centralbanksroll i respektive område och föreslår – men beslutar inte om – diskontoförändringar. Dessutom ingår på rullande bas fem av de tolv bankernas styrelseordförande i Federal Open Market Committee. Av de tolv har Federal Reserve Bank of New York en särställning, se nedan.

FEDs högsta organ – Board of Governors – har sju medlemmar och säte i Washington. Presidenten utser och senaten godkänner styrelsemedlemmarna. Styrelsen utses för en av de längsta

mandatperioderna i det amerikanska systemet – hela 14 år. Förnyelsen sker rullande. Ett mandat förfaller vartannat år. Presidenten utser även bland styrelsemedlemmarna ordföranden och vice ordföranden för fyraåriga perioder. Ordförandeposterna kan innehas under flera perioder, medan själva styrelseposten är begränsad till den 14-åriga mandatperioden.

Styrelsens viktigaste funktioner följer av att de utgör en majoritet i Federal Open Market Committee, bestämmer bankernas reservkrav och – på förslag från Federal Reserve Banks – även beslutar om diskontoförändringar.

FED räknas tillsammans med västtyska Bundesbank till de – i förhållande till regeringen – mest självständiga centralbankerna. Styrelsens långa mandatperiod motiveras med att FED på detta vis frikopplas från kortsiktiga politiska påtryckningar. Kontakterna med regeringen och kongressen är dock många och viktiga. Styrelsen rapporterar två gånger årligen – i februari och i juli – till kongressen. Rapporterna innehåller bl a Federal Open Market Committees mål för penningmängdens ökningstakt och prognoser för tillväxten, inflationen och arbetslösheten under innevarande och kommande år. Dessutom framträder ordföranden och övriga styrelsemedlemmar ofta inför olika kongresskommittéer. Dessa rapporter och uttalanden tillsammans med omfattande statistiska uppgifter sammanfattas i den månatliga publikationen Federal Reserve Bulletin.

FEDs självständiga agerande framhövdes under ordföranden Paul Volcker. Volcker utsågs av president Carter 1979 och innehade ordförandeposten under två perioder fram till augusti 1987. Volckers efterträdare Alan Greenspan liksom de övriga styrelsemedlemmarna – Manuel Johnson, som är vice ordförande, Wayne Angell, Robert Heller, Martha Seger och Edward Kelley – har utsetts av president Reagan. En styrelsepost var i mitten av 1987 vakant. Reagans styrelse kommer därför att kunna bestämma den amerikanska penningpolitiken en god bit fram mot år 2000.

FEDs viktigaste instans för de penningpolitiska besluten är Federal Open Market Committee (FOMC). FOMCs röstande medlemmar är de sju styrelsemedlemmarna och fem ordförande från de tolv regionala Federal Reserve Banks. Av dessa fem är ordföranden från Federal Reserve Bank of New York ständig medlem och tillika vice ordförande i FOMC. De övriga fyra utses rullande för ettåriga perioder. FEDs styrelseordförande är även ordförande i FOMC.

FOMC sammanträder åtta gånger per år, men såväl extra möten som telefonmöten förekommer vid behov. Mötena protokollförs. Protokollen offentliggörs i efterhand – några dagar efter nästkommande ordinarie möte.

Penningpolitiken är inriktad på att styra banksystemets tillgång och priset på reserver – likviditeten. En ökad tillgång sänker priset på reserver, dvs dagslåneräntan "federal funds rate", och vice versa vid en minskad tillgång på reserver. En icke tillfällig förändring påverkar övriga räntor och i förlängningen företagens och hushållens val mellan att låna och spara.

Efterfrågan på reserver följer av reservkraven. Tillgången på reserver bestäms dels av FEDs öppna marknadsoperationer, dels av bankernas upplåning hos FED.

Sedan 1980 gäller samma reservkrav för alla amerikanska kreditinstitutioner med inlåningsverksamhet. Reservkraven är speciellt utformade för att möjliggöra kontroll av det snävaste penningmängdsmåttet M1. Reservkraven skall uppfyllas i genomsnitt under fjortondagars perioder. FEDs styrelse bestämmer reservkravens utformning, men förändringar sker sällan.

Avgörande för möjligheten att styra reserverna är, att FED – till skillnad från många andra centralbanker inklusive den svenska riksbanken – verkligen är "lender of last resort". Centralbanksupplåningen – "borrowing at the discount window" – är liten. FED kräver, att alternativa finansieringskällor uttöms, innan centralbanksupplåning sker. Upplåningen skall vara kortvarig och inte ständigt upprepas. Även låntagarna, speciellt storbankerna, är motvilligt inställda till centralbanksupplåning. Det ses närmast som ett svaghetstecken.

Tre typer av centralbanksupplåning förekommer. "Adjustment credit" är normal upplåning för korta perioder. "Extended credit for seasonal purposes" är främst avsedd för mindre banker inom regioner med påtagliga säsongsmässiga kreditvariationer, exempelvis jordbruksregioner. "Other extended credit" utnyttjas framför allt vid likviditetsproblem för en enskild bank. Mest uppmärksammat under senare år är storbanken Continental Illinois' problem år 1984. Oftast ges dock "other extended credit", när någon av de många småbankerna hamnar i en likviditetskris.

Centralbanksupplåning sker till diskontot. Straffränta kan dock förekomma. Speciella regler tillämpas för "other extended credit". FEDs och bankernas motstånd till centralbanksupplå-

ning till trots, så medför ett alltför lågt (högt) diskonto i förhållande till "federal funds rate", att upplåningen ökar (minskar). För att förbättra FEDs möjligheter att med öppna marknadsoperationer styra tillgången på reserver, leder större och mer varaktiga förändringar av "federal funds rate" i regel till diskontoförändringar.

Diskontot följer dock inte automatiskt marknadsräntorna. Förändringar vidtas oftast med viss eftersläpning och påverkar kreditmarknaden främst genom att bekräfta en ny, av marknadsräntorna redan etablerad nivå. 1986 följdes alla fyra diskontosänkningarna av sänkningar av "prime rate" – bankernas lägsta utlåningsränta till de mest kreditvärldiga låntagarna. Dessa är dock genom möjligheten till upplåning med "commercial-paper" program till rörlig penningmarknadsränta inte så beroende av prime rate.

Öppna marknadsoperationer – köp eller försäljning av statspapper – bestämmer tillgången och priset på icke upplånade reserver – "nonborrowed reserves". Dessa är med hänsyn till den ringa centralbanksupplåningen huvudkällan för att uppfylla reservkraven. Operationernas omfattning bestäms av FOMC. De utförs av "the Federal Reserve Bank of New York" och avser främst handel med kortfristiga "treasury bills" (svensk motsvarighet är statsskuldväxlar). FEDs operationer har både en defensiv och en dynamisk funktion. Den defensiva syftar till att motverka tillfälliga likviditetsvariationer. Den dynamiska funktionen avser att påverka kreditmarknaden i överensstämmelse med FOMCs mål.

Varje FOMC-möte utmynnar i operativa instruktioner till New York-banken. Utifrån FOMCs mål för penningmängdens utveckling formuleras en önskvärd förändring av icke upplånade reserver och ett intervall för "federal funds rate". FOMC ger även direktiv för eventuella valutainterventioner. Huvudansvaret för valutapolitiken ligger dock hos finansdepartementet ("Treasury"). Det måste samtidigt understrykas, att interventioner normalt är sällsynta – dollarn flyter fritt. Avstämning av prognoser, planer och faktisk utveckling sker dagligen mellan FOMC, FEDs styrelse och New York-banken.

Avviker utvecklingen från FOMCs mål – vid exempelvis en alltför snabb tillväxt av penningmängden – kan instruktionerna innebära, att efterfrågan på reserver inte fullt tillgodoses med köp

av "treasury bills". Likviditeten stramas åt, "federal funds rate" stiger samtidigt som centralbanksupplåningen ökar. Kravet på kortvarig centralbanksupplåning och högre "federal funds rate" resulterar i allmänt högre marknadsräntor.

En mer än tillfällig förändring av "federal funds rate" slår mer eller mindre helt igenom på övriga penningmarknadsräntor inklusive eurodollarräntan och kan leda till förändringar av diskontot och "prime rate" enligt ovan. Det måste dock understrykas, att "federal funds rate" på grund av tekniska faktorer kortsiktigt kan fluktuera kraftigt. Det gäller speciellt dagen före reservkravsperioden avslutas – varannan onsdag – och vid kvartalsskiften. Effekterna på obligationsräntorna är däremot mindre entydiga, och FEDs möjligheter att påverka det långa ränteläget är avsevärt begränsade. De långa räntorna styrs främst av inflationsförväntningarna, vilka i sin tur påverkas av den ekonomiska politikens mera långsiktiga inriktning.

Den 6 oktober 1979, två månader efter sitt tillträde, höll FEDs ordförande Volcker en uppmärksammas presskonferens. Då lanserades FEDs nya monetaristiska penningpolitik.

Före oktober 1979 var penningpolitiken inriktad på att styra räntorna. Politiken blev successivt allt mer expansiv med en accelererande penningmängdstillväxt. Överskridandena av penningmängdsmålen var legio. När målen överskreds skedde ingen rättning. Istället omformulerades målen utifrån det nya högre utgångsläget ("base drift"). Tilltron till FEDs mål minskade. FEDs vilja att bekämpa inflationen ifrågasattes. Inflationen och inflationsförväntningarna steg. Dollarn försvagades. Situationen förvärrades dessutom av den andra oljeprischocken.

Den nya politikens främsta mål var att minska inflationstakten. Penningmängdsmålen sattes stramt och skulle hållas. Den praktiska utformningen blev en förutbestämd utveckling av "nonborrowed reserves" i linje med penningmängdsmålen. Denna monetaristiska inriktning innebar, att "räntestyrningen" övergavs. Räntorna fick bli vad marknaden krävde.

De strama penningmängdsmålen hölls. Inflationen föll kraftigt. Samtidigt blev ränteläget periodvis mycket högt, vilket bidrog till 1982 års djupa lågkonjunktur, se vidare kapitel 3. I efterhand betonas dock, att denna politik stärkte förtroendet till FED och Volcker. Utan att dra parallellen alltför långt är det intressant att notera den svenske riksbankschefen Dennis fram-

förda åsikter i en intervju i tidningen Affärsvärlden (86-09-10), där räntechockhöjningen i maj 1985 betraktas "... som ett av våra bästa penningpolitiska beslut. Det gav den ekonomiska politiken en hög grad av kredibilitet och det är något värdefullt".

Mot slutet av 1982 övergav FED den renodlade monetaristiska politiken. Avregleringar och finansiella innovationer bidrog till att sambandet mellan det snävaste penningmängdsmåttet M1 och den ekonomiska utvecklingen inte syntes lika klart som tidigare. Politiken blev nu mera pragmatisk och fick till viss del "räntestyrande" inslag. Sedan 1985 tillmäts dessutom dollarns värde och övriga centralbankers agerande större betydelse.

"Bank of Japan"

Österlandets artiga vanor går igen i följande inledning till den japanska centralbankens egen beskrivning av sin organisation och penningpolitik. "Bank of Japan grundades 1882. Den är inte på långt när så gammal som Sveriges Riksbank, vars historia sträcker sig över mer än 300 år, men det är den äldsta centralbanken i Fjärran Östern".

Mycket har hänt sedan 1882. Japan och dess centralbank är numera i händelsernas centrum. Japan har blivit "världens bank". Japanskt kapital, som baseras på 120 miljoner idoga småsparare, är av avgörande betydelse för finansieringen av USAs budgetunderskott och tillfredsställer även andra länders kapitalbehov i allt större omfattning. Den växande japanska kapitalexporten och inhemska strukturförändringar har försatt den japanska kreditmarknaden i en djupgående liberaliseringsprocess.

Bank of Japans (BoJ) högsta organ — styrelsen — består av sju medlemmar med traditionellt BoJs chef som ordförande. Två medlemmar är regeringsrepresentanter. Dessa saknar dock röst-rätt. De återstående fyra representerar bankerna, industrin och handeln samt jordbrukssektorn. Styrelsemedlemmarna utses av regeringen och godkännes av parlamentet för fyraåriga perioder. BoJs chef utses dock för fem år. Omval är möjligt. Det kan nämnas, att parlamentets mandatperiod är fyra år.

BoJs och dess styrelses politiska oberoende kan möjligen diskuteras. Samarbete och kontakter med regeringen förekommer givetvis. Vid vissa politikförändringar måste även godkännande ges av finansministern, exempelvis vid ändringar av reservkra-

ven. Likväl anses BoJs styrelse, när den väl har utsetts, åtnjuta ett stort oberoende. Speciellt betydelsefullt är, att det viktigaste penningpolitiska medlet – diskontoförändringar – helt faller under BoJs jurisdiktion.

BoJs funktioner sammanfaller med andra centralbankers: sedelutgivningsinstitut, bankernas bank, statens bank och ansvarig instans för penning- och valutapolitiken. Det övergripande målet är alltsedan 1970-talets stagflationistiska erfarenheter – 1974 hade Japan negativ tillväxt och 25-procentig inflationstakt – prisstabilitet för att nå balanserad tillväxt. På senare år har dock växelkursutvecklingen kommit i centrum.

Centralbankschefen Satoshi Sumita tillträdde i december 1984 och var tidigare vice finansminister. Sumita har således varit en av huvudaktörerna bakom yenapprecieringen. Han blir också huvudansvarig för den fortsatta liberaliseringsprocessen under resten av 1980-talet.

Den nuvarande japanska kreditmarknaden började att ta form efter andra världskriget. Lösenordet var – och är – stabilitet. Marknaden präglades av omfattande kvantitativa föreskrifter och ränteregleringar samt av en sträng valutakontroll.

Förändringsimpulserna började ta fart efter första oljeprischocken och den därefter klart lägre tillväxttakten.

I Japan – liksom i Sverige och annorstädes – var det främst finansieringen av det stigande budgetunderskottet, som aktiverade hela den ”slumrande” kreditmarknaden. Dessutom innebar Japans allt större roll som kapitalexportör, att relationerna med de internationella finansmarknaderna fördjupades.

Den långa obligationsmarknaden utvecklades först. Växande budgetunderskott finansierades på den inhemska kapitalmarknaden. Marknaden breddades följaktligen. Redan i slutet av 1970-talet blev andrahandsmarknaden för obligationer den näst största i världen efter den amerikanska.

Penningmarknaden kom därefter, dvs tågorordningen var den omvända jämfört med utvecklingen i Sverige. En marknad för kortfristiga statspapper startades så sent som i februari 1986. Vid sidan av denna marknad består penningmarknaden av en interbankmarknad (”call money market”), ”bill discount”-marknad (omfattar värdepapper med en löptid mellan en och tre månader) samt Gensakimarknaden (omfattar obligationshandel med återköpsavtal, repor). Gensakimarknaden utnyttjas inte enbart av

finansiella institutioner utan också av det övriga näringslivet.

Dagens räntestruktur inkluderar både reglerade och marknadsbestämda bankräntor. Maximiräntor tillämpas för såväl in- som utlåning. Utlåningsräntetaket är dock högt och nås normalt inte. Det motsatta förhållandet gäller för inlåningsräntetaket. Nämnas bör dessutom, att det betydelsefulla postsparandet följer egna regler och lagar.

De reglerade räntenivåerna styrs av diskontot. Vid diskontoförändringar ändras – liksom i Sverige – vanemässigt bankernas inlåningsräntor. Bankernas inlåningsberoende och tunga centralbanksupplåning innebär, att den kortfristiga utlåningsräntan ("prime rate") följer med inlåningsränte-, dvs diskontoförändringar. Även bankernas långfristiga utlåningsränta ("prime rate") följer dessa ränterörelser. Övriga räntor bestäms friare. Genom arbitrageverksamhet blir dock kopplingen mellan de fria och reglerade marknaderna betydande. Detta medför, att diskontot spelar en avsevärt större roll för räntestrukturen än vad som är fallet i flertalet andra länder.

I likhet med andra centralbanker bevakar BoJ också penningmängdens utveckling. Politiken har dock aldrig varit renodlat monetaristisk. Sålunda ställer BoJ inte upp specifika mål för penningmängdens tillväxt, utan publicerar istället endast prognoser för det närmaste kvartalets utveckling.

Fyra penningpolitiska medel används. Först och viktigast är diskontot. Egentligen finns två olika diskontosatser – beroende på underliggande säkerhet – och även en straffränta.

Det andra medlet är öppna operationer på penningmarknaden. Det tredje medlet är reservkrav, vilka fr o m halvårsskiftet 1986 är likformiga för alla finansiella institutioner med inlåningsverksamhet. Reservkraven är dessutom progressiva.

Det fjärde medlet – som anses ha relativt stor betydelse – är "moralisk övertalning" ("window guidance"). BoJ indikerar vid regelbundna kontakter med varje större bank vad som är "riktig" utlåningsvolym. Detta medel kompletterar de tre tidigare och syftar till att kontrollera bankernas totala utlåningsvolym, men innebär inte en kvalitativ kontroll av utlåningsändamålen.

I främsta rummet står således diskontoförändringar. Företagssektorns stora beroende av direkta banklån pekar mot att investeringarnas ränteberoende är betydande. Det motsatta förhållandet torde gälla för den privata konsumtionen. Konsumtionskredi-

terna är, i jämförelse med exempelvis USA, av blygsam omfattning. Detta är inte minst en följd av skattesystemet.

Avregleringarna av den inhemska kreditmarknaden har gått hand i hand med allt liberalare bestämmelser för internationella kapitaltransaktioner. Olika åtgärder följdes i slutet av 1980 av en ny lag med avreglering som generalprincip. Denna resulterade i betydande volymökningar av såväl in- som utgående kapitalströmmar. Successivt har dock kapitalexporten kommit att dominera. Här finns en viktig skillnad i jämförelse med de tidigare dominerande kapitalexportörerna USA och Storbritannien. Japanskt kapital har nämligen till allra största delen placerats i värdepapper, medan direktinvesteringarna ännu varit jämförelsevis blygsamma. En diversifiering – dvs alltfler japanska företagsuppköp och investeringar utomlands – har dock inletts sedan mitten av 1980-talet.

Yenens betydelse har ökat. Idag är yenen den tredje viktigaste reservvalutan – efter dollarn och D-marken, men före både pundet och schweizerfrancen. Bank of Japan har inget uttalat växelkursmål. När centralbankschefen Sumita tillträdde i slutet av 1984 gavs dock liberalisering och yenappreciering högsta prioritet i syfte att motverka protektionistiska tendenser i USA. Liberaliseringsprocessen fortsätter, och för att återgälda den japanska artigheten och något föregripa kommande kapitel kan avslutningsvis konstateras: Vad beträffar en starkare yen, så har Japan – som på så många andra områden – ”lyckats nå sitt mål”.

”Bundesbank”

I motsats till den svenska riksbanken – där fullmäktige domine-
ras av aktiva politiker – saknar västtyska Bundesbanks högsta
beslutsinstans ”Zentralbankrat” direkt politisk anknytning. De
17 medlemmarna av ”Zentralbankrat” är tjänstemän bestående
av ledningen i Bundesbank och cheferna för de elva delstaternas
centralbanker. Bundesbank är en mycket självständig central-
bank som fattar penning- och valutapolitiska beslut utan direktiv
från regeringen.

Bundesbanks chef har en mandatperiod på åtta år, som följakt-
ligen inte sammanfaller med parlamentets fyraåriga mandatpe-
riod. Detta garanterar en hög grad av kontinuitet i penning- och
valutapolitiken. Den västtyska centralbankschefen utses i prakti-

ken av regeringen och formellt av presidenten.

Fullmäktige ("Zentralbankrat") fastställer de generella valuta- och penningpolitiska riktlinjerna. Vidare beslutar Zentralbankrat om viktiga konkreta åtgärder såsom förändringar i diskontot och lombardräntan. Verkställande organ är Bundesbanks direktion ("Direktorium"). I direktionen ingår bl a centralbankschefen Karl Otto Pöhl och hans ställföreträdare Helmut Schlesinger. I juni 1987 utsågs Pöhl till en andra åttaårig period som centralbankschef. Schlesingers mandatperiod löper ut år 1992.

Bundesbank har en relativt decentraliserad verksamhet. Varje delstat förfogar över ett eget toppinstitut ("Landeszentralbank"). Detta är en nödvändighet med tanke på att den västtyska bankmarknaden omfattar närmare 400 kreditinstitut som var och en överskrider en miljard DEM i balansomslutning.

Västtyskland har under hela efterkrigstiden kännetecknats av ett stort exportberoende. Mot bakgrund av detta förhållande – men även av ideologiska skäl – har valutapolitiken sedan länge haft en mycket liberal prägel. Redan i början av 1960-talet avskaffades de flesta valutareglerna.

Bundesbank är mycket väl medveten om att man inte kan påverka trenderna i dollarutvecklingen. Bundesbank kan varken styra dollarutbudet eller efterfrågan. Interventioner på valutamarknaderna i syfte att uppnå mer kortsiktiga effekter förekommer dock, inte minst som ett resultat av det allt djupare samarbetet med centralbankerna i USA och Japan. Självfallet sker också en mycket livlig dialog med centralbankerna inom det gemensamma valutasamarbetet EMS.

Bundesbank var den första centralbanken som uppställde mål för penningmängdens utveckling. Året var 1974 och med få undantag har målen hållits sedan dess.

Selektiva eller reglerande penningpolitiska inslag har aldrig förekommit i Bundesbanks historia, men penningpolitiken har under 1980-talet förfinats.

Generellt sett kan Bundesbanks penningpolitiska instrument uppdelas i medel som direkt styr bankernas reserver (minimireserver i Bundesbank, "Mindestreserven") och medel som påverkar bankernas upplåningsvillkor (diskonto, lombardränta, återköpsavtal, dvs repor eller "Wertpapierpensionsgeschäfte").

Systemet med minimireserver påminner starkt om de svenska kassakvoterna. Liksom i Sverige tvingas de västtyska bankerna

hålla en viss andel av inlåningen på ett räntelöst konto i centralbanken, varvid det fastställs olika kvoter för avista- och övrig inlåning. Därmed varierar också reservkraven för de olika bankinstituten.

Enligt Bundesbank är minimireserverna fortfarande ett medel för att styra penningmängdsutvecklingen. Samtidigt har förändringar av kvoterna blivit alltmer sällsynta.

Diskontot är den ränta som bankerna betalar vid upplåning i Bundesbank mot växlar. Den övre upplåningsgränsen sätts individuellt för varje bank och relateras till bankens eget kapital ("Rediskontkontigent").

Diskontoförändringar motiveras numera mestadels med att en anpassning till marknadsräntorna har skett. Samtidigt kan understrykas, att bankernas refinansiering till diskontot regelmässigt uppgår till ansevärliga 60 miljarder DEM. Dessutom har diskontot alltså en signalfunktion vad gäller vissa in- och utlåningsräntor. Observeras bör dock, att de tyska bankerna kan sätta olika tyngdpunkter vid förändringar av inlånings- och utlåningsräntor i samband med ett nytt diskonto.

Diskontot är bankernas billigaste upplåningsform och kan uppfattas som ett "golv" för penningmarknadsräntorna. Lombardräntan – som anger bankernas upplåningsränta i Bundesbank mot vissa värdepapper – utgör i normala fall "taket" för penningmarknadsräntorna.

Den bästa signalen på pågående ränteförändringar kommer numera från Bundesbanks repor, obligationsförsäljning med återköpsavtal. Reporna är ett effektivt instrument för att påverka penningmarknadsräntorna. Reporna har inte minst den fördelen, att höjningar eller sänkningar av ränteläget kan komma till stånd relativt snabbt. När diskontot eller lombardräntan var ledande, tvingades Bundesbank till en mer avvaktande attityd.

Bundesbank har en omfattande publikationsverksamhet. Månadsöversikten ("Monthly Report of the Deutsche Bundesbank") omfattar konjunktur- och kreditmarknadsrapporter samt all väsentlig statistik vad gäller bankerna, penning- och valutamarknaden inklusive villkoren för de ovan nämnda återköpsavtalen. Merparten av månadsöversiktens statistik förfinas i en rad andra statistiska häften.

Euromarknaden

Euromarknaden omfattar de internationellt verksamma bankernas in- och utlåning i utländsk valuta (dvs in- och utlåning i en annan valuta än den som gäller som betalningsmedel i det land där banken är verksam) samt obligationslån – eurobonds – som förmedlas via internationella bankkonsortier. En bättre benämning är egentligen externmarknad. Det centrala är nämligen, att exempelvis dollarkreditmarknaden består av två delar: den nationella amerikanska och den externa eurodollarmarknaden. Den nationella kreditmarknaden baseras på dollarinlåning i banker i USA, medan eurodollarmarknaden baseras på dollarinlåning i banker verksamma utanför USA. Däremot finns ingen begränsning till Europa. Euromarknaden är en världsmarknad. Beteckningen har behållits främst för att marknaden startades i Europa.

Euromarknadens ursprung går tillbaka till början av 1950-talet. Öst-västrelationerna försämrades snabbt efter andra världskrigets slut. Sovjet med flera öststatsländer överförde då sina dollartillgångar från USA till banker i Västeuropa. Det blev dollarinlåning utanför USA – eurodollar.

När östblocket överförde sina dollartillgångar till Västeuropa förhindrades inte enbart en eventuell frysning av kapitalet i de amerikanska bankerna, utan man undslapp alla regleringar på den nationella dollarkreditmarknaden. Avsaknaden av regleringar är själva grunden till euromarknaden och förklarar dess snabba tillväxt.

Under 1960-talet medförde stora amerikanska betalningsbalansunderskott dels betydande överföringar av dollartillgångar till europeiska och andra icke amerikanska investerare, dels införandet av flera nya regleringar av den nationella dollarkreditmarknaden. Den sammantagna effekten blev att dollartillgångar i allt större omfattning sökte sig till de högre räntorna på eurodollarmarknaden.

Nästa mäktiga stimulans kom i kölvattnet av 1970-talets oljeprishöjningar. OPEC-ländernas inkomstöverskott placerades till stor del på eurodollarmarknaden. Bankerna använde den ökade inlåningen till nyutlåning till främst utvecklingsländerna. Problemet med hanteringen av denna periods utlåning går i dag under benämningen skuldkrisen.

Enstaka händelser har således stimulerat euromarknadens till-

växt. Det är dock viktigt att betona, att eurodollarmarknaden tillsammans med den nationella amerikanska kreditmarknaden utgör den totala dollarkreditmarknaden. De två delmarknaderna konkurrerar med varandra om dollartillgångarna.

Eurodollarmarknadens existens förklaras av att den erbjuder fördelar för såväl långivare som låntagare. Orsaken är främst avsaknaden av regleringar, framför allt avsaknaden av reservkrav, men också den fria etableringsrätten för eurobanker.

Följden blir, att eurobanker kan använda hela inlåningen till utlåning. De behöver inte behålla en del som räntelös reserv. Samtidigt leder den fria etableringsrätten till en mycket stark konkurrens med pressade marginaler. Eurodollarmarknaden uppvisar därför både högre inlåningsräntor och lägre utlåningsräntor än den nationella amerikanska kreditmarknaden.

Ur långgivarens synvinkel är den högre inlåningsräntan ett krav för att välja den externa inlåningsmarknaden framför den välkända nationella marknaden. Den lägre utlåningsräntan i kombination med avsaknaden av reservkrav och det faktum att varje post uppgår till mycket stora belopp begränsar kreditgivningen till länder och välkända företag samt banker och även centralbanker.

Flera studier visar, att skillnaden mellan den externa euro- och nationella dollarräntan är mer eller mindre konstant. Med andra ord följer eurodollarräntan den nationella dollarräntans utveckling mycket väl. Orsaken är arbitrageverksamhet, som utnyttjar och härigenom eliminerar vinstmöjligheter på grund av omotiverade räntedifferenser.

Euromarknaden startades med eurodollar, men idag finns euromarknader i många valutor. Euro-DEM är således DEM-tillgångar i banker verksamma utanför Västtyskland och motsvarande gäller för euro-yen m fl valutor. Under senare år har även ECU tagit en växande del av in- och utlåningen.

Räntorna på dessa eurovalutor är – på samma sätt som för eurodollarräntan – knutna till respektive nationella kreditmarknadsräntor. Eftersom varje eurobank samtidigt erbjuder in- och utlåning i flera valutor måste skillnaderna mellan euroräntorna vara förknippade med de olika valutornas kursrisker. Ränteskillnaderna följer därför de olika valutornas terminskurser; en "svag" valuta är förknippad med en hög (euro)ränta och vice versa. Genom arbitrageverksamhet kommer terminskursernas

”påslag eller avdrag” (”premium” eller ”discount”) att kompensera räntedifferenserna. Med andra ord uppfylls ränteparitetsteoremet i uttryck (2.10).

Inlåningen på euromarknaden är av utpräglat kortsiktig karaktär, medan utlåningen normalt är medel- eller långfristig. Detta har lett till att utlåningsräntorna regelbundet anpassas till rådande penningmarknadsräntor. Exempelvis kan en anpassning göras var tredje månad till aktuell 3 månaders euroränta. Den aktuella räntan baseras många gånger på LIBOR (”The London Interbank Offered Rate”). LIBOR är den euroränta som tas internt mellan ledande banker i London. LIBOR bestäms dagligen för ett flertal eurovalutor med förfallotider från en upp till tolv månader. Utlåningsräntorna överstiger interbankhandelns LIBOR med en viss marginal, beroende på låntagarnas kreditvärdighet. Det kan nämnas att genom sk swapaffärer kan en låntagare nå bättre räntevillkor än LIBOR.

LIBORs centrala roll följer av att London är euromarknadens viktigaste centrum. Här är många banker lokaliserade och stora volymer hanteras. Utanför Europa märks bl a Singapore, Hongkong och Bahrain. Omfattande euromarknadsaktiviteter sker även i Japan; sedan början av 1980-talet, då frizoner för bankverksamhet (”International Banking Facilities”) etablerades i New York, även i USA.

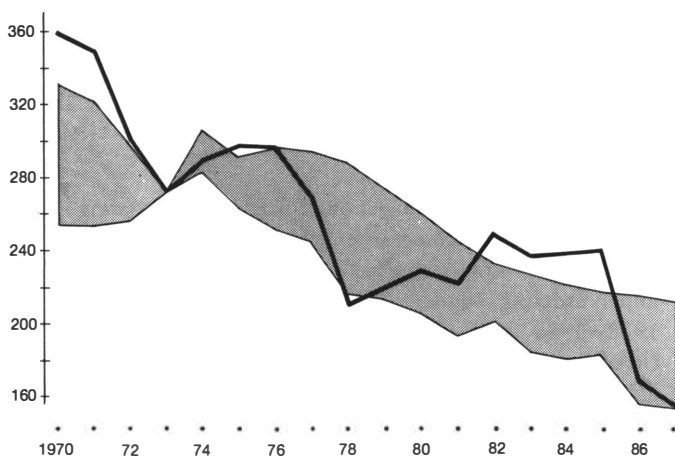
Termen eurokronor används ofta, men avser egentligen inte externa kronor i vedertagen euroterminologi. Med eurokronor avses de kronor som ”skapas” i samband med svensk kurssäkrad upplåning utomlands. Detta innebär att ett svenskt företag exempelvis lånar USD på tre månader på euromarknaden. Dessa växlas till svenska kronor samtidigt som företaget köper dollar på termin för leverans om 90 dagar.

Dollarkursen

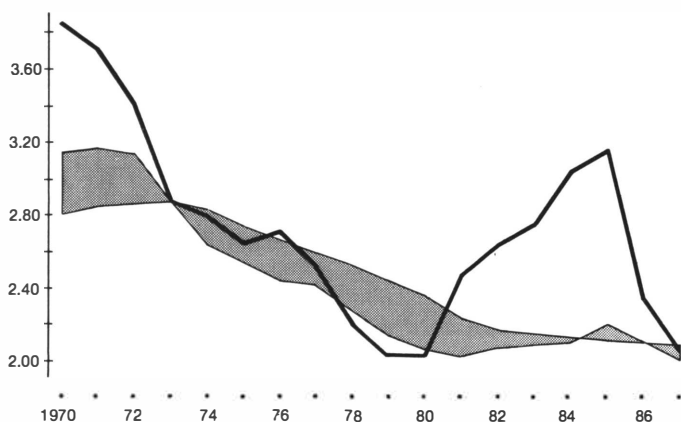
Valutapraktikavsnittet har visat dollarns utomordentligt centrala roll. Detta kapitel avslutas med figurerna 2.4 och 2.5, som redovisar köpkraftsparitetskurser för dollarn.

I figur 2.4 återges den faktiska årsgenomsnittliga växelkursutvecklingen av dollarn gentemot yenen och D-marken och två olika beräkningar av köpkraftsparitetskursen. I den ena har infla-

Figur 2.4 *Faktisk kurs och köpkraftsparitetskurser JPY/USD.* (Faktisk kurs är markerad med heldragen linje, köpkraftsparitetskurser inom skuggat område, se förklaring i texten.)



Faktisk kurs och köpkraftsparitetskurser DEM/USD.



tionstakten mätts med BNP-deflatoren och i den andra med exportenhetsvärdena. Det förra måttet avspeglar landets bredaste inflationstal, det senare exportsektorns. Det skuggade intervallet kan ses som en indikator på var PPP-kursen ligger. En stor skillnad mellan de två PPP-kurserna noteras för dollar/yen-kursen.

Genomgående anger kalkylerna med exportenhetsvärdet den lägsta PPP-kursen. Beräkningarna utgår från basåret 1973, dvs här antas att en anpassning till jämviktskursen successivt uppnåddes under Bretton Woods-systemets sista år. I mars 1973 övergick valutorna till att helt flyta fritt mot varandra. Värdet för 1987 är framräknat med OECDs inflationsprognoser och faktiska genomsnittliga växelkurser under januari-februari 1987.

Beräkningarna i figur 2.4 antyder följande:

- Den allmänna uppfattningen om dollarns övervärdering under Bretton Woods systemets sista år 1970–1972 bekräftas.
- Samma gäller för den allmänna uppfattningen om dollarns undervärdering under Carteradministrationens sista år, 1978–1980.
- Utvecklingen under Reaganadministrationens år framstår som helt exceptionell. Detta gäller speciellt gentemot D-marken, men även mot yenen. Dessa beräkningar tyder på att dollarkursen gentemot såväl yenen som D-marken trendmässigt "borde" ha fallit under hela 1970- och 80-talen. Anledningen är, att den amerikanska inflationstakten med undantag för några år överskred både den japanska och den västtyska. Uppgången mot yenen och speciellt mot D-marken under Reaganadministrationen är svårförklarad utifrån köpkraftsparitetsteorin.

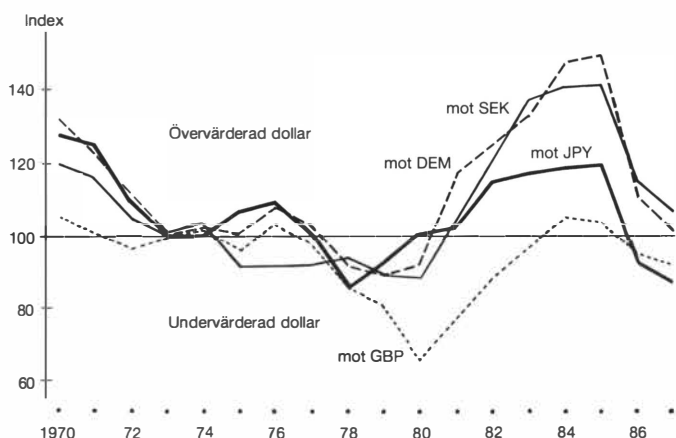
I figur 2.5 återges den faktiska årsgenomsnittliga dollarkursen i förhållande till köpkraftsparitetskursen. Den senare är medelvärdet av de två PPP-kurserna i figur 2.4.

Samma metod har använts för att beräkna dollarkursen gentemot pundet och den svenska kronan, vilken också visas i figur 2.5.

Figur 2.5 antyder följande:

- Samma tre observationer kan göras som i anslutning till figur 2.4.
- 1980-talets exceptionella dollarutveckling framhävs än tydligare.
- Dollarns värde mot yenen inkluderar 1970 som extremår för övervärdering av dollarn, därefter 1985. Extremåren för undervärdering av dollarn är 1978 och 1987.
- Dollarn var som svagast mot D-marken år 1979. Åren 1984–1985 ger dessa beräkningar en 50-procentig övervärde-

Figur 2.5 *Dollarns styrka enligt köpkraftsparitetsberäkningar.* (100 = "jämviktskurs", — mot JPY, - - - mot DEM, ··· mot GBP, — mot SEK.)



ring av dollarn. Toppkursen i februari 1985 – 3,47 DEM/USD – innebar inte mindre än en 80-procentig övervärdering av dollarn.

- Dollar/pundkursen visar en annorlunda utveckling än de två tidigare. Endast åren 1984–1985 var dollarn något övervärderad mot pundet. Beräkningarna antyder, att pundet under en längre period, 1978–1985, närmast var mer övervärderad än dollarn under åren 1981–1985. Härefter torde återfinnas en viktig anledning till den svaga brittiska utvecklingen under denna period med bl a en krympande industrisektor och kraftigt stigande arbetslöshet. Pundkursen är ett exempel då köpkraftsparitetsberäkningar inte kan förväntas hålla. Anledningen är de stora förändringarna av produktionsmönstret som inträffade i samband med Nordsjöoljans exploatering. Storbritannien blev nettoexportör av olja fr o m år 1980. Pundfallet under 1986 kan därför främst förklaras av oljeprisfallet.
- Den svenska kronan följer D-marksutvecklingen. Det kan noteras, att dollarn blev undervärderad och kronan övervärderad redan 1975. Med andra ord var den svenska inflationstakten inte förenlig med valutaormssamarbetet och den fasta växelkursen gentemot D-marken, se vidare kapitel 5.

Uttrycket "övervärderad eller undervärderad valuta" används här i betydelsen faktisk växelkurs i relation till köpkraftsparitetskursen. Andra definitioner är möjliga. Följande fem alternativa men delvis överlappande definitioner av en övervärderad valuta kan nämnas, (efter J.A. Frankel i "Thema – Europe and the dollar", Economical Financial Papers, utgiven av San Paolo Bank, 1984):

- "Nonclearing of financial markets", dvs efterfrågan av den utländska valutan är större än utbudet, vilket leder till ransonerings effekter och svarta marknader. Detta gäller inte för dagens effektiva valutamarknad – allra minst mellan exempelvis USA och Västtyskland, vilka har få eller inga restriktioner på kapitaltransaktioner över gränserna.
- Växelkursen upprätthålles med interventioner, dvs den privata efterfrågan av den utländska valutan överstiger det privata utbudet och centralbanken försvarar växelkursen med interventioner – försäljning av den utländska valutan.
- Växelkursen styrs av irrationella förväntningar, dvs en systematiskt felaktig uppfattning om den pågående och framtida reala och/eller nominella utvecklingen.
- Växelkursen styrs av rationella förväntningar, men utvecklingen har karaktären av en självgenererande "spekulativ bubbla".
- Den femte definitionen är normativ och studerar välfärdseffekterna, dvs produktionsbortfall och arbetslöshetsökning av en övervärderad valuta. Strikt i välfärdstermer gäller emellertid främst de negativa effekterna av en fördyrad import (till konsumtion) för landet med en undervärderad valuta.

Den samlade bilden av dollarutvecklingen under Reaganadministrationen är, att dollarns värde var mer ur balans än vid krisperioden under Carteradministrationens sista år och obalansen torde även kunna jämföras med situationen som framkallade Bretton Woods-systemets fall.

3 *Obalanserna byggs upp och dollarn omvärderas*

Detta kapitel ger en beskrivning av utvecklingen mot successivt större finansiella obalanser mellan USA och Japan-Västtyskland, och av den åtföljande omvärderingen av dollarn. 1980-talets dramatiska svängningar har ett "förspel" i fem viktiga händelser eller skeenden under 1970-talet. Dessa fem händelser behandlas i ett första avsnitt.

I slutet av 1979 och under 1980-talets inledande år ändrades den ekonomiska politiken kraftfullt i de tre ledande industriländerna. Å ena sidan USA och å den andra sidan Japan och Västtyskland valde olika ekonomiska vägar. I ett andra avsnitt redogörs för denna politikomläggning och den ekonomiska utveckling som följde.

Politikomläggningens tydligaste effekter är uppbyggnaden av de stora finansiella obalanserna och de spektakulära svängningarna på valutamarknaden. Kapitlets avslutande avsnitt har lånat bokens titel – dollarns uppgång och fall – och redogör för utvecklingen på valutamarknaden.

Beskrivningen hålls genomgående kortfattat och stöds av flera figurer. Tonvikten ligger på det avslutande avsnittet om valutamarknaden. Den dramatiska utvecklingen och de olika synsätten mellan USA och Japan-Västtyskland illustreras med flera citat.

Förspel

Fem händelser på 1970-talet är speciellt betydelsefulla för 1980-talets ekonomiska utveckling:

- Bretton Woods-systemets fall
- "OPEC I"
- Carteradministrationens sista år och försvagningen av dollarn
- "Lokomotivtanken"
- "OPEC II"

Bretton Woods-systemets fall har redan behandlats i kapitel 2. Övergången från fasta till flytande växelkurser skedde i början av 1973.

Den andra händelsen inträffade samma år. Under hösten 1973 höjdes oljepriset kraftigt. "OPEC I" satte punkt för industriländernas snabba tillväxt under 1950- och 60-talen. Tillväxten i USA blev negativ både 1974 och 1975, i Japan 1974 och i Västtyskland 1975. Arbetslösheten steg kraftigt i de tre länderna. Inflationen i USA blev tvåsiffrig, nådde hela 25 procent i Japan och accelererade i Västtyskland. Samma negativa utveckling med en samtidig ökning av inflationen och arbetslösheten – stagflation – gällde för de flesta industriländerna.

Ett tredje centralt skeende var den amerikanska utvecklingen under Carteradministrationens sista år. Tillväxten avtog, inflationen accelererade och bytesbalansen visade underskott, (se figurerna 3.1–3.5). Förtroendet till den amerikanska ekonomin avtog. Dollarn försvagades (se figur 2.5). En retrospektiv sammanfattande kommentar till dessa år är: "... USA har en unik fördel i utrikeshandeln. Man kan finansiera ett underskott med den egna valutan... Under slutet av 1970-talet förlorade utländska placerare förtroendet för USA. Man fick själv ta växelkursrisken. USA emitterade Carter bonds i yen och D-mark. Dessa var den finansiella motsvarigheten till denne otursamme presidents politik när hans helikoptrar störtade i den iranska sanden", (ledare i *The Economist* 87-02-07).

USAs försvagade position ledde fram till den fjärde viktiga 70-talshändelsen. Vid det internationella toppmötet i Bonn 1978 lanserades "lokomotivtanken". Japan och Västtyskland skulle fungera som lokomotiv och i en samordnad expansion dra industriländerna ur 1970-talets stagflation. Den expansiva politiken inleddes beslutsamt mot slutet av 1978. En lättare finans- och penningpolitik med växande budgetunderskott respektive snabba penningmängdstillväxt följde, (se figurerna 3.6 och 3.7). Inledningsvis dominerade den expansiva politikens positiva effekter. Tillväxten ökade kraftigt i Västtyskland och kvarlåg på en hög nivå i Japan. Arbetslösheten minskade något i båda länderna, (se figurerna 3.1 och 3.2). Snart började dock även negativa effekter uppkomma. Inflationen tog fart i Västtyskland 1979 och i Japan året därefter. Båda ländernas handelsbalans försämrades. 1979 fick såväl Japan som Västtyskland bytesbalansunderskott,

(se figurerna 3.3 och 3.5).

Det snabba och stora bytesbalansomslaget från överskott 1978 till underskott 1979 och accelerationen av inflationen förklarades till stor del av den femte centrala 1970-tals händelsen. Under 1979 och en bit in på 1980 steg oljepriserna en andra gång mycket kraftigt. De negativa erfarenheterna av den höga inflationen efter "OPEC I" ledde fram till att reaktionen på "OPEC II" blev en resolut omläggning av den ekonomiska politiken. Lokomotivtanken fick ett abrupt slut.

Politikomläggningen . . .

. . . i Japan och Västtyskland . . .

Den snabbaste och kraftigaste omläggningen gällde penningpolitiken. En stramare politik med en långsammare penningmängdstillväxt inleddes redan 1979 i Japan och Västtyskland. I Västtyskland sänkte Bundesbank målet för penningmängdstillväxten och detta lägre mål underskreds både 1980 och 1981, (se figur 3.7 e). Samma kraftiga åtstramning skedde i Japan, (se figurerna 3.7 a–b). De nominella och reala räntorna steg, (se figurerna 3.8 och 3.9).

Något senare lades även finanspolitiken om i en stramare riktning. Omläggningen fick karaktären av en ny strategisk långsiktig inriktad politik. I både Japan och Västtyskland beslöts att successivt minska budgetunderskotten. Krympande underskott noterades redan 1979 i Japan och alla år därefter under 1980-talet. Samma utveckling påbörjades i Västtyskland 1982, (se figur 3.6).

Flera andra länder genomförde ungefär samtidigt liknande omläggning av den ekonomiska politiken; i Storbritannien under premiärminister Thatcher och efter en kort inledande expansiv politik även i Frankrike under regeringen Mitterand.

. . . och i USA . . .

Omläggningen i Japan och Västtyskland innebar en samtidig åtstramning av penning- och finanspolitiken. I USA inleddes först en stramare penningpolitik och senare en expansiv finanspolitik.

Den nya penningpolitiken, vilken omnämndes i det föregående kapitlet om den amerikanska centralbanken, lanserades av den nye FED-chefen P Volcker i oktober 1979. Vid denna tidpunkt var inflationen hög och stigande, dollarn svag och fallande, (se figurerna 3.3 och 2.4). Dessutom förvärrades inflationsutsikterna av "OPEC II".

Den nya penningpolitiken var helt inriktad på att få ned inflationen och återställa förtroendet för dollarn. Medlet blev en monetaristisk penningpolitik. Penningmängdsmålen blev allenaordande, sattes stramt och skulle uppfyllas utan hänsyn till åtföljande ränteutveckling. I stort sett nåddes penningmängdsmålen och inflationstakten föll snabbt från 13,5 procent år 1980 till 3,2 procent år 1983, (se figurerna 3.7 och 3.3).

Åtstramningen ledde också till mycket stora räntehöjningar och samtidigt stora fluktuationer i räntenivån under perioden 1980–82 (se figur 3.8). Höjningen av de nominella räntorna och det samtidiga inflationsfallet åstadkom en kraftig höjning av den reala räntenivån, (se figur 3.9).

Den nya stramare penningpolitiken påbörjades således redan under president Carters period och arkitekten var den av Carter utsedde FED-chefen Volcker. Den nya expansiva finanspolitiken är däremot förknippad med president Reagan. Reagan valdes till president i november 1980 och den nya administrationen tillträdde i januari följande år. 1981 antogs "Economic Recovery Tax Act" (ERTA). ERTA innebar betydande skattesänkningar för såväl hushåll som företag. Dessa trädde i kraft under 1982. Reaganadministrationens samtidiga ambition, att minska de offentliga utgifterna för att på kort sikt minska och på medellång sikt eliminera ett beräknat budgetunderskott nåddes ej. I stället ökade utgifterna samtidigt som skatteinkomsterna minskade. Detta var inte minst ett resultat av de överraskande snabba och stora framgångarna med att minska inflationstakten. Utgiftsramarna var tilltagna efter en högre inflationstakt. Skatteinkomsterna blev mindre med den lägre inflationstakten – mindre "fiscal drag". Dessutom överskattades de kortsiktiga effekterna i form av ökat utbud av arbete och kapital, dvs vidgad skattebas i enlighet med den s k Lafferkurvan, till följd av de lägre skattesatserna. Resultatet blev därför en kraftig lånefinansierad finanspolitisk expansion. Budgetunderskottet ökade drastiskt år 1982, (se figur 3.6).

... gav upphov till de finansiella obalanserna

De påbörjade olika finanspolitiska vägarna fortsatte under de följande åren. De offentliga budgetunderskotten minskade kontinuerligt i Japan och Västtyskland. I USA ökade det statliga eller federala budgetunderskottet från ca 75 miljarder USD eller knappt 3 procent av BNP till drygt 125 miljarder USD eller 4,5 procent av BNP år 1982. 1983 passerade budgetunderskottet 200 miljarder USD, föll något tillbaka år 1984 och nådde drygt 220 miljarder USD både 1985 och 1986. Den samlade offentliga sektorns budgetunderskott – något lägre än det federala – kvarlåg i stort sett oförändrat som andel av BNP på 1982 års höga nivå under de efterföljande fyra åren, (se figur 3.6).

Mindre lättnader genomfördes periodvis av penningpolitiken i Japan och Västtyskland. I stort sett kvarhölls emellertid den strama inriktningen. De nominella räntorna föll, men inflationsfallet ledde till fortsatt höga reala räntor. I USA övergavs den renodlat monetaristiska penningpolitiken mot slutet av 1982. De nominella räntorna föll och fluktuationerna minskade. Den avtagande inflationen i USA ledde där som i Japan och Västtyskland till bestående höga reala räntor, (se figurerna 3.7–3.9).

Politikomläggningen innebar således diametralt olika finanspolitik: kraftig expansion i USA och samtidig åtstramning i Japan och Västtyskland. Denna olikhet bestod under hela perioden. Penningpolitiken var huvudsakligen stram i alla tre länderna under större delen av perioden. Omläggningen var kraftigast i USA, åtminstone mätt efter realräntornas uppgång från negativa 1980 till positiva i storleksordningen 6–8 procent från 1981/1982. Vissa penningpolitiska lättnader genomfördes senare. Möjligen var också den penningpolitiska lättnaden kraftigast i USA. Den stora amerikanska förändringen var emellertid, att ränteutvecklingen stabiliserades – på en hög real nivå – efter det renodlade monetaristiska experimentet.

Den strama penningpolitiken fick snabbt effekt på inflationen i de tre länderna, (se figur 3.3). Framgångarna på inflationsområdet hade dock ett högt pris. I USA gav 1982 den djupaste recessionen sedan 1930-talet. Arbetslösheten steg till rekordhög nivå för hela efterkrigstiden. Den västtyska tillväxten föll kontinuerligt efter uppgången år 1979 och blev negativ 1982. Arbetslösheten steg drastiskt. Överhuvudtaget härrör Västeuropas rekordhö-

ga arbetslöshet och uttrycket "eurosclerosis" – det sjuka Västeuropa skapar inga nya jobb – från denna politikomläggning.

Även i Japan avtog tillväxten till en – efter japanska mått mätt – låg nivå, (se figurerna 3.1–3.2).

1982 års amerikanska finanspolitiska expansion slog igenom på den reala utvecklingen under 1983 och därefter. Den amerikanska efterfrågan – konsumtion och investeringar – steg synnerligen kraftigt. Den inhemska produktionen stimulerades. BNP-tillväxten steg till nära 7 procent år 1984. Arbetslösheten minskade.

Stimulansen stannade inte inom USA: "Bank of International Settlements – BIS" har uppskattat, att USA under åren 1983–84 svarade för hela 70 procent av OECD-områdets efterfrågeökning, (se Financial Times 85-06-26). I en travesti på centralbanksrollen liknades USA vid "buyer of last resort" (ledare i Wall Street Journal 86-07-30). Den amerikanska importen ökade mycket snabbt samtidigt som exporten stagnerade eller minskade. Övriga länder – inte minst Japan och Västtyskland – drogs följaktligen upp av den amerikanska importefterfrågan. Tillväxten steg till ca 5 procent i Japan 1984–85 och ca 2,5 procent i Västtyskland. Arbetslösheten stabiliserades.

En lugnare amerikansk utveckling påbörjades 1985. De tre ländernas tillväxttakter började likna varandras. Ännu 1985 ökade dock den amerikanska efterfrågan snabbare än produktionen. Det omvända gällde för Japan och Västtyskland.

1986 följde nästa större internationella händelse. En tredje gång kom oljemarknaden i fokus. "OPEC III" innebar dock till skillnad från "OPEC I" och "OPEC II" ett kraftigt oljeprisfall. Inflationen – mätt enligt konsumentprisindex – fick en extra skjuts nedåt och blev negativ i Västtyskland och nära noll i Japan. Även den amerikanska inflationen föll till en rekordlåg nivå, (se figur 3.3). Andra prisindex föll kraftigare – importpriserna med tvåsiffriga tal.

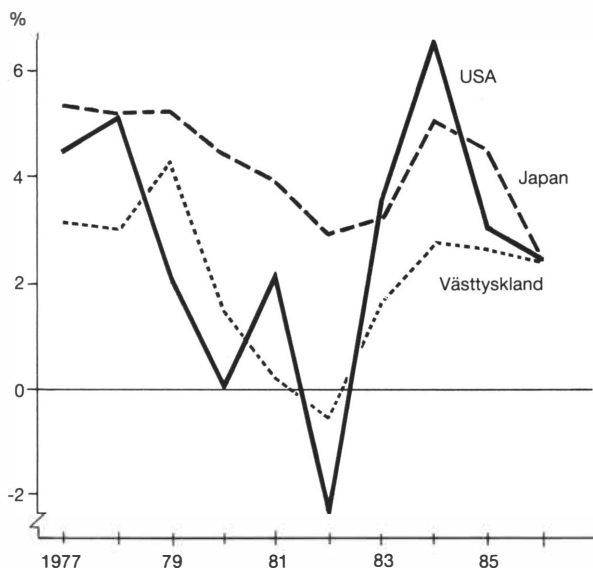
Oljeprisfallet gynnade speciellt Japan och Västtyskland. USA är visserligen nettoimportör av olja, men samtidigt världens näst största oljeproducent. Den inhemska efterfrågan i Japan och Västtyskland blev också 1986 för första gången på länge ekonomins motor, men ändå stannade tillväxten på blygsamma 2,5 procent. Arbetslösheten tenderade närmast att öka mot slutet av 1986 och i början av 1987. Även den amerikanska efterfrågan hölls uppe, stimulerad av den fallande inflationen och flera ränte-

sänkningar, (se figur 3.8).

De fem åren 1982–1986 med olika ekonomisk politisk inriktning i USA och Japan-Västtyskland ledde fram till växande obalanser i utrikeshandeln. Den amerikanska handelsbalansen har en längre tid visat underskott. Tjänstehandeln och avkastningen på en positiv förmögenhetsposition i utlandet motverkade tidigare handelsbalansunderskottet. (Jämför det inledande avsnittet i kapitel 2.) Från 1983 växte emellertid det amerikanska handelsbalansunderskottet närmast lavinartat och bytesbalansen blev negativ från 1982, (se figurerna 3.4 och 3.5). Under 1985 suddades USAs positiva nettoförmögenhet i utlandet bort. Redan vid årsskiftet 1985/86 blev den amerikanska utlandsskulden i absoluta tal den största i världen.

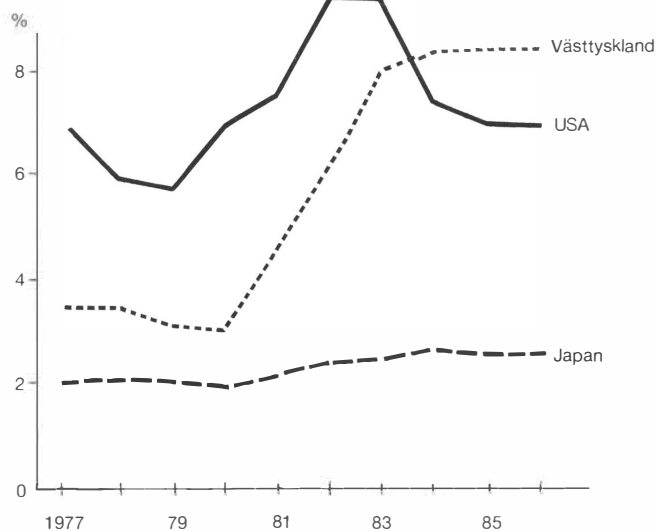
Den rakt motsatta utvecklingen uppvisade Japan och Västtyskland. Handels- och bytesbalansöverskotten växte lika snabbt som USAs underskott. Bidragande orsaker var främst den starka amerikanska och svaga japanska och västtyska efterfrågetillväxten samt utvecklingen på valutamarknaden, vilket är ämnet för nästa avsnitt.

Figur 3.1 BNP-tillväxt 1977–1986.

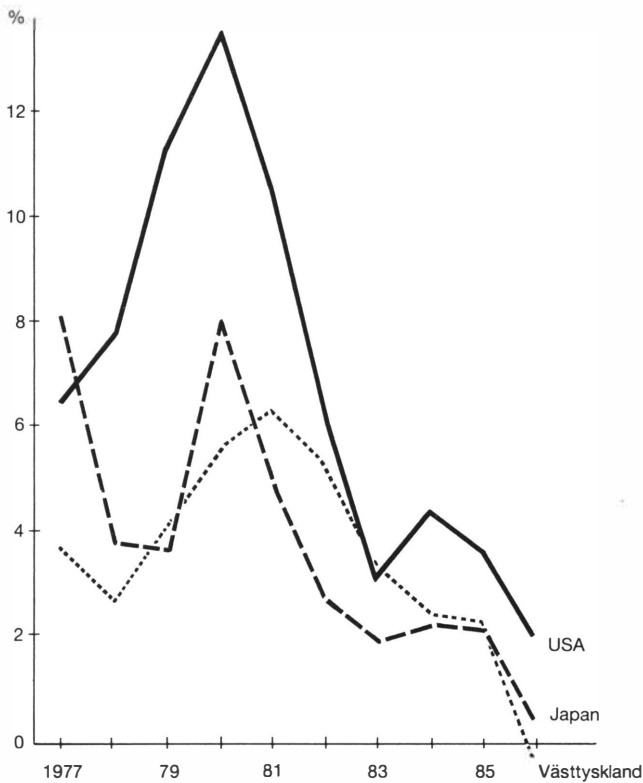


Källor: OECD och nationell statistik. Gäller även för övriga figurer om ej annat anges.

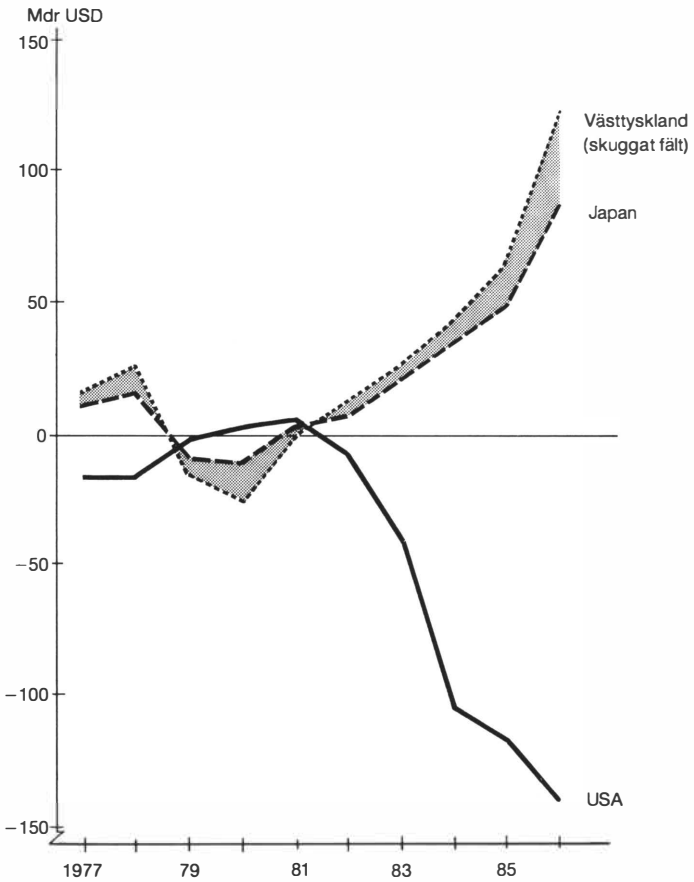
Figur 3.2 *Arbetslöshetsprocent 1977–1986.* (Standardiserade arbetslöshetstal enligt OECD-statistik).



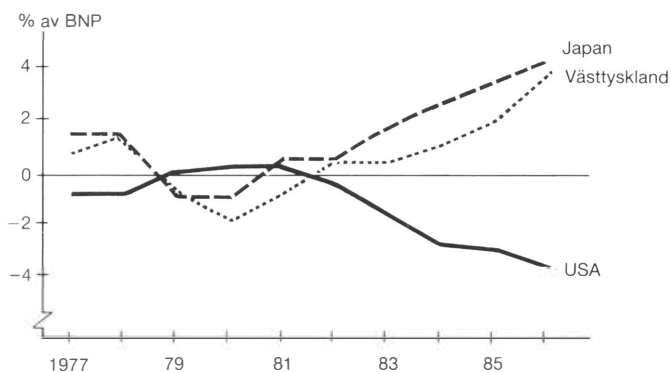
Figur 3.3 Inflationsutveckling 1977–1986 (konsumentpriser).



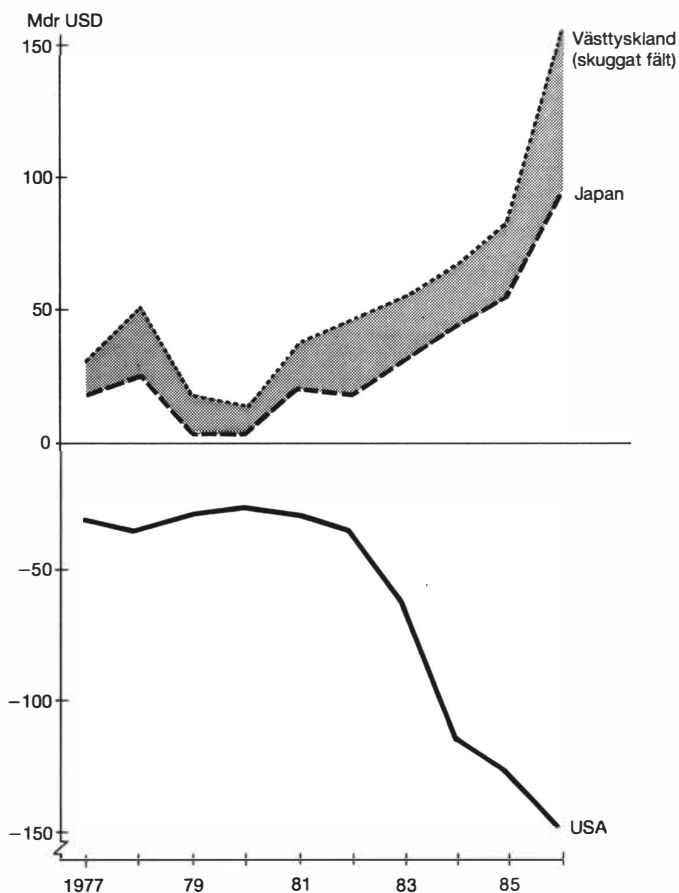
Figur 3.4a Bytesbalansutveckling 1977–1986 (miljarder USD). (Obs! Västtysklands bytesbalans adderad till Japans.)



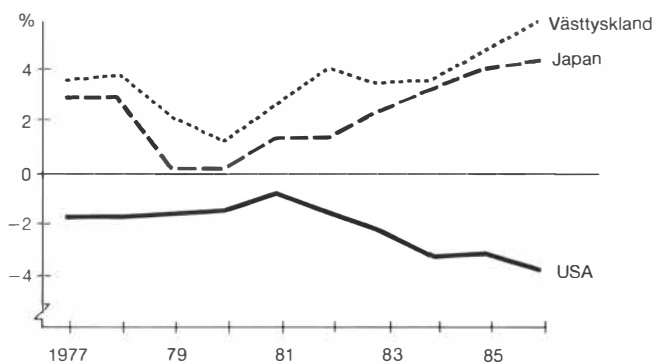
Figur 3.4b Bytesbalansutveckling 1977–1986 i procent av BNP.



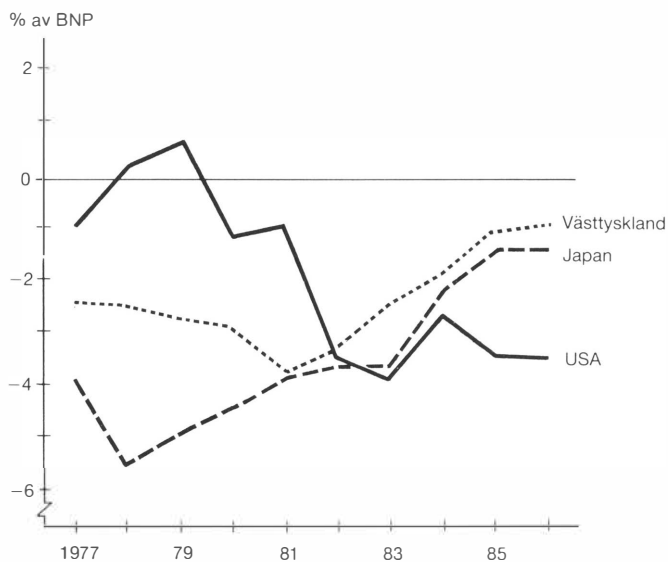
Figur 3.5a *Handelsutveckling 1977–1986 (miljarder USD). (Obs! Västtysklands handelsbalans adderad till Japans.)*



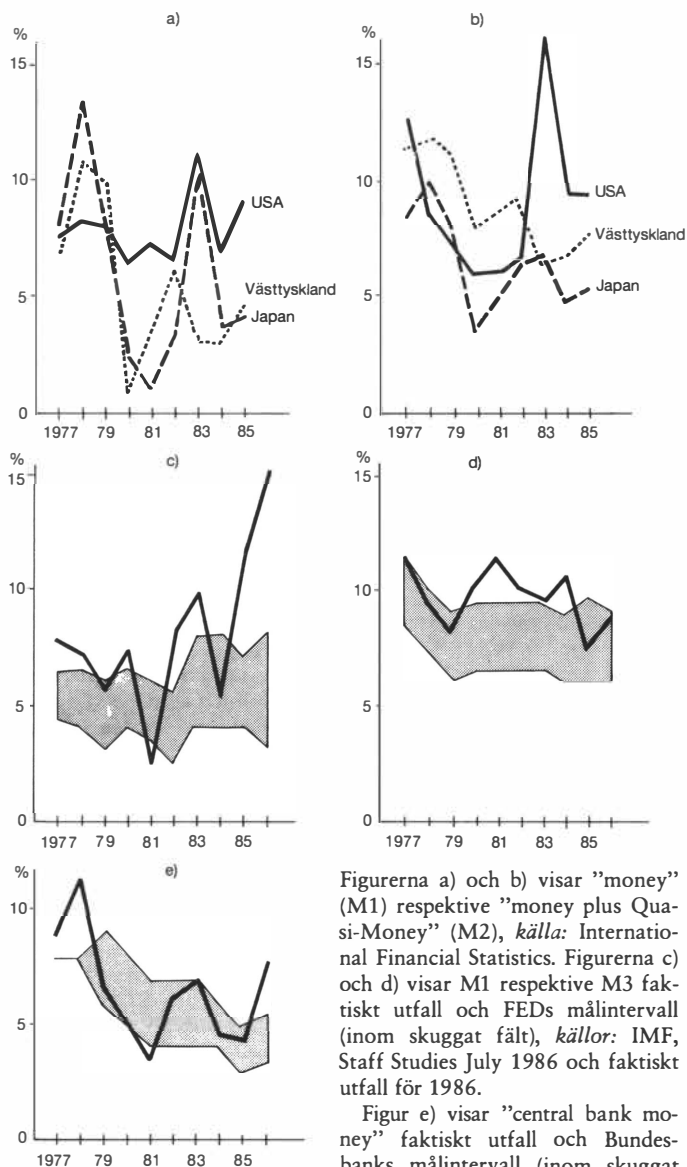
Figur 3.5b Handelsbalansutveckling 1977–1986 i procent av BNP.



Figur 3.6 *Den totala offentliga sektorns sparandebalans i procent av BNP.*



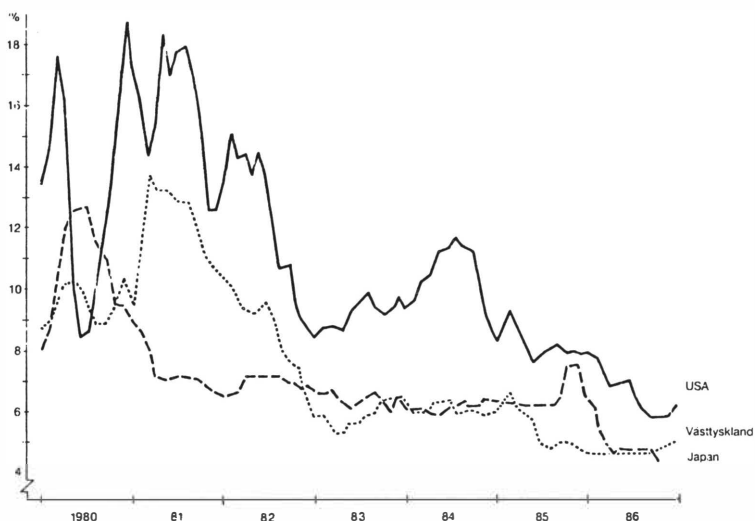
Figur 3.7 Penningmängdens ökningstakt 1977–1986.



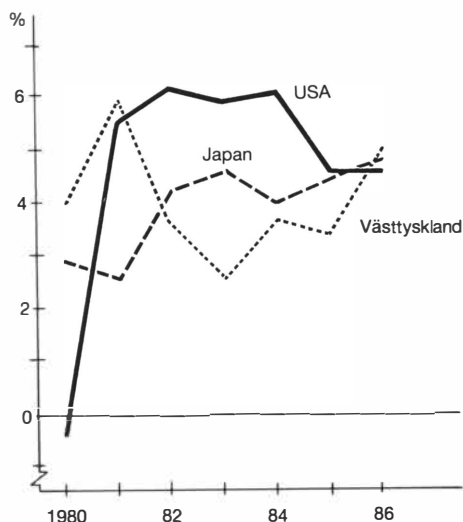
Figurerna a) och b) visar "money" (M1) respektive "money plus Quasi-Money" (M2), källa: International Financial Statistics. Figurerna c) och d) visar M1 respektive M3 faktiskt utfall och FEDs målintervall (inom skuggat fält), källor: IMF, Staff Studies July 1986 och faktiskt utfall för 1986.

Figur e) visar "central bank money" faktiskt utfall och Bundesbanks målintervall (inom skuggat fält), källor: se ovan för USA.

Figur 3.8 Utvecklingen av korta räntor 1980–1986 (månads-
genomsnitt). (3 månaders räntor, "typical short term
interest rates" enligt OECD Financial Statistics.)

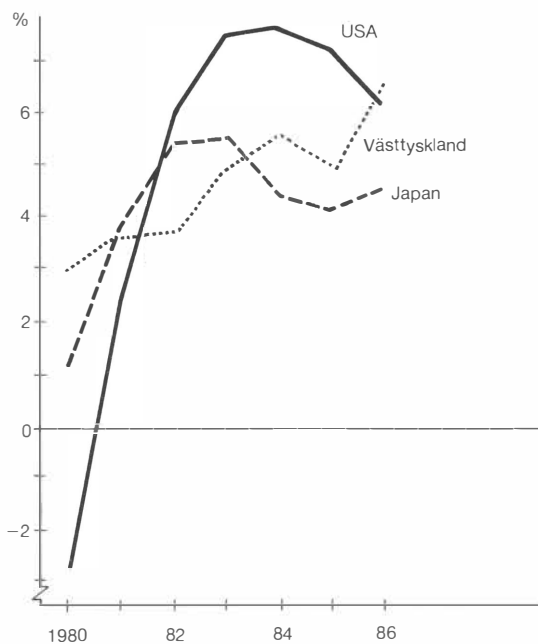


Figur 3.9a Korta realräntor 1980–1986.



Realräntan är beräknad som nominell ränta minus faktisk inflation. Källa till nominella räntor är "typical short- and long-term interest rates, OECD Financial Statistics (årsgenomsnitt). I figur 3.9a har samma korta ränta som i figur 3.8 använts. Inflationstakten återges i figur 3.3.

Figur 3.9b *Långa realräntor 1980–1986.*



Dollarns uppgång och fall

Med den ekonomiska politiken på frontalkollision mot varandra i USA och Japan-Västtyskland uppkom de finansiella obalanserna. Nya politiska dispositioner uteblev. Följden blev att de fritt flytande växelkurserna reagerade våldsamt.

Redan i början av 1980-talet menade många ekonomer, att dollarn var övervärderad och förutspådde dess snara fall. Jämför även valutahandlarens kommentar i avslutningen av valutateori-avsnittet i kapitel 2. Verkligheten blev dock annorlunda. Dollarn syntes länge vara ohejdbar uppåt. Märkta av felslagna prognoser tystnade många ekonomer. I svenska tidningar spekulerades i dollarnivåer på både 10 och 12 kronor ännu i början av 1985. När vändningen äntligen kom överraskades därför delvis marknaden.

I början rådde en samstämmig syn mellan de tre storas centralbanker och finansministrar. Dollarförsvagningen välkomnades av såväl FED, Bank of Japan som Bundesbank. Consensus upphörde dock successivt i takt med att dollarkursen föll tillbaka. De olika synsätten på behovet av korrigerande ekonomisk-politiska åtgärder mellan USA och Japan-Västtyskland blottades. Ett variabelt ordkrig inleddes där såväl finansministrar, centralbankschefer som opinionsbildare tog del. Ordkriget till- och avtog i styrka. Vid flera internationella toppmöten gjordes försök att överbrygga meningsskiljaktigheterna. Ännu i mitten av 1987 saknas dock entydigt klara korrigerande åtgärder för att varaktigt stabilisera utvecklingen på valutamarknaden.

Den följande beskrivningen av utvecklingen på valutamarknaden är uppbyggd på centrala händelser och flera citat för att illustrera dramatiken. Den samlade bilden ges i figur 3.10.

Inledningsvis kan konstateras, att de hårdaste verbala dusterna stått mellan amerikanska och västtyska kombattanter. Den japanska återhållsamheten torde kunna förklaras av följande inställning: "De flesta japaner uttrycker sig gärna försiktigt till den grad att en västerlänning hela tiden måste läsa mellan raderna för att förstå alla antydningar. Det var således inget anmärkningsvärt när kejsaren valde att inleda meddelandet till allmänheten om den japanska kapitulationen i andra världskriget med orden krigsutvecklingen har inte nödvändigtvis varit till Japans fördel" (från Hans Ekdahls "Japan – hotbild/förebild", sid 24).

Dollarkursen vänder uppåt – början av 1980

Dollarns bottenläge mot yenen noterades 1978, mot D-marken vid årsskiftet 1979–1980. Dollaruppgången – i början tveksamt och med mindre rekyler – inleddes strax efter Volckers tillträde som FED-chef och den amerikanska penningpolitiska omläggningen hösten 1979.

Dollarkursen accelererar – till början av 1985

Riktig fart på dollaruppgången följde på presidentvalet av Reagan hösten 1980. Flera förklaringar till dollarförstärkningen kan hämtas i kapitel 2:

- Den amerikanska inflationstakten reducerades kraftigt. Enligt köpkraftsparitetsteorin leder en lägre inflation till en apprecierande dollar, se figur 3.3 och samband (2.5).
- Den amerikanska penningmängdstillväxten minskade och BNP-tillväxten ökade. Enligt den monetära ansatsen leder detta till en apprecierande dollar, se figurerna 3.1 och 3.7 samt samband (2.9).
- De amerikanska räntorna steg kraftigt. Enligt ”asset-modellerna” i allmänhet leder detta till en apprecierande dollar, se figurerna 3.8 och 3.9 samt samband (2.12).

Flera studier har dock visat, att de traditionella växelkursteorierna inte räcker till för att förklara dollaruppgångens styrka. I en representativ studie förklaras halva höjningen av USAs realräntenivå i jämförelse med omvärlden och därmed en femtedel av dollaruppgången av den finanspolitiska omläggningen i USA och Japan-Västtyskland, (se W L Helkie och P Hooper, ”The U. S. External Deficit in the 1980s: An Empirical Analysis”, International Finance Discussion Papers, nummer 304, februari 1987, Board of Governors of the Federal Reserve System). Kvar oförklarad blir således halva realränteuppgången, vilket understryker styrkan av FEDs monetariska penningpolitik i början av 1980-talet, och större delen av dollaruppgången.

Andra förklaringar är därför nödvändiga. Dit hör Reagan-administrationens allmänna återställande av synen på USA

som en ”trygg hamn” i en orolig värld och – till slut galopperande – spekulation.

En ytterligare faktor är avgörande till att vändningen dröjde så länge – Reaganadministrationens inställning till dollarkursen. Den fria marknaden ansågs uppvisa helt ”rätt” kurs. Dollarns höga värde var endast omvärldens A-betyg på den amerikanska politiken. Dollaruppgången välkomnades av de styrande i USA.

Första brytpunkten – februari/mars 1985

En av mina första arbetsuppgifter på Sparbankernas Bank var att skriva bankens månatliga valutaöversikt. Den 26 februari 1985 hade dollarn satt ett nytt rekord mot D-marken. Den 27 skulle valutaöversikten skrivas. En sista kontroll på Reuterskärmen av de aktuella växelkurserna visade, att skärmen blinkade konstant. Dollarn föll, föll och föll igen. Centralbankerna intervenerade tungt. Vad skulle hända? Valutaöversiktens ”deadline” låg dock fast. Resultatet i avkortad form blev följande:

”Efter en måttlig tillbakagång vid februari månads mitt accelererade kursuppgången under perioden 20–26 februari. Som högst nåddes 3,4780 DEM/USD – en uppgång med 9,7 procent under en månad och nästan halva uppgången under den allra sista februariveckan. Denna utveckling var delvis en följd av flera officiella amerikanska uttalanden. Den 20 februari deklarerade Federal Reserves ordförande Volcker att visserligen ingen omläggning av penningpolitiken skulle ske, men samtidigt signalerades möjligheterna till en viss åtstramning. Följande dag – den 21:a – deklarerade president Reagan att USA ej var beredd att genom interventioner pressa ned dollarkursen. Ett uttalande stick i stäv med intentionerna från det s k G5-mötet mellan centralbankscheferna från USA, Västtyskland, Storbritannien, Frankrike och Japan. Den 21 kom även nya positiva siffror för den amerikanska ekonomin. I första hand uppjusterades tillväxttakten. Valutamarknadernas aktörer hade därmed fått tre viktiga signaler vilka alla pekade mot en högre dollarkurs – en möjlig åtstramning skulle kunna genomföras eftersom den reala utvecklingen var fortsatt positiv och USA skulle ej intervenera – och dollarkursen steg.

Övriga centralbankers agerande kan likaledes betecknas som

relativt passivt eller avvaktande . . . Rykten om en förestående koordinerad intervention började dock ta fart i takt med att dollarn steg mot allt högre höjder. Den 26 gjorde Volcker förnyade uttalanden och uttryckte sin stora oro över valutautvecklingen. Detta följdes under kvällen av en viss marknadsstyrd nedgång. Så kom då den samlade interventionen av (åtminstone) europeiska centralbanker under ledning av Bundesbank. Dollarkursen föll under några timmar ned mot 3,30 D-mark!

Vad händer då när röken lagt sig? Valutamarknaderna kännetecknas i nuläget av stor nervositet och den fortsatta utvecklingen är svårbedömbär. Det är möjligt att dollarn skulle ha fallit åtminstone tillfälligt även utan centralbankernas agerande – en normal rättning efter den senaste starka uppgången. Samtidigt kan dollarn fortfarande bedömas vara stark och en marknadsstyrd uppgång på kort sikt kan ej uteslutas. Denna skulle kunna hållas tillbaka av fortsatt kraftigt agerande från centralbankerna. För tillräcklig uthållighet krävs då sannolikt även medverkan från USA. Om detta kommer att ske är idag oklart.” (Sparbankernas Banks ”Valutanytt” Nr 2, 1985-02-28.)

Det är noterbart, att den första brytpunkten av dollaruppgången således varken följde av en ändrad amerikansk syn på dollarkursen eller av en ändrad amerikansk politik. I stället var det främst Bundesbank och Bank of Japan som kraftfullt agerade för att försvaga dollarn gentemot sina egna valutor.

Det avslutande stycket i valutaöversikten från februari 1985 – ”. . . för tillräcklig uthållighet krävs då sannolikt även medverkan från USA” – visade sig vara en riktig bedömning. Mot sensvåren och tidiga sommaren fanns klara tendenser till en ny dollarförstärkning, även om både tillväxten och ränteläget föll. Dessa tendenser fick Financial Times (85-05-22), att likna valutamarknadens aktörer vid Dr. Pangloss i Voltaires *Candide*: ”. . . alla nyheter tolkas som goda nyheter”.

Det definitiva brottet – Plazamötet september 1985

Första halvan av september 1985 uppvisade ånyo kraftiga dollarrörelser i båda riktningarna. Osäkerheten på valutamarknaden var mycket stor. I detta läge kom det definitiva brottet av 1980-talets dollaruppgång. Orsaken var, att USA med den nye finansministern James Baker äntligen ändrade sin inställning till dollarkursen.

En sammanfattning av denna händelse och den närmaste tiden därefter är följande beskrivning:

”Då inträffade vändningen. En ny taktik föddes. Dollarkursen hade motstått den ekonomiska utvecklingens lagar. Inte heller faktiska interventioner hade hjälpt i tillräcklig utsträckning. Den nya taktiken blev att i stället för att tyst med interventioner handla, högljutt inte göra något. Centralbankschefer och finansministrar började att tala. De talade om vilka växelkursrelationer som var önskvärda, om vad som skulle göras för att nå de önskade målen. Däremot underlät de i stort sett att göra något.

Nu lyssnade marknaden. Tidigare var det bara ekonomer. Nu sa centralbankschefer och finansministrar varde dollarfall . . . och det blev dollarfall. Eller som en engelsk tidningsartikel uttryckte det hela: 'Humpty dollar shall have a great fall. They said it on Sunday and it happened on Monday'.

Dagen var söndagen den 22 september. Då träffades de fem ledande industriländernas centralbankschefer och finansministrar på hotell Plaza i New York och lanserade den nya taktiken.

Det sades på söndagen och det skedde på måndagen. Dollarn föll och fallet har mer eller mindre oavbrutet fortsatt. Varje tendens till uppbromsning eller förstärkning av dollarkursen möttes genast med ett nytt uttalande. Den japanska finansministern gjorde ett uttalande i januari då dollarn kostade 200 yen, att kursen 190 nog kunde accepteras. Snabbt föll dollarkursen.

Dollarn föll t o m under 190 yen. Den valda taktiken visade sig vara alltför effektiv. Eventuellt uppstod sprickor i den tidigare samstämmiga taktiksynen redan vid de fem ledande industriländernas möte i mitten av januari. Många förväntade nya utspel. Mötets kommuniké var dock överraskande odramatisk. Kanske var det då som den senaste taktiken föddes.

Nu gällde det att göra minst två motstridiga uttalanden. I början av februari uttalade en högt uppsatt tjänsteman i USAs handelsdepartement, att dollarn måste falla betydligt mera. Någon vecka därefter uttalade USAs finansminister, att en viss ytterligare dollarförsvagning är önskvärd. Den därpå följande dagen uttalade dock USAs centralbankschef, att han inte ville se en svagare dollar och varnade för följderna om detta skulle ske. På motsvarande sätt har Japans finansminister och centralbankschef gjort uttalanden stick i stäv mot varandra.” (Utdrag från min ekonomiska krönika i tidningen Sparbankerna Nr 3, mars 1986.)

Plazamötet mellan G5-länderna uppvisade således för första gången en samstämmig syn — att dollarn skulle falla — mellan USA, Japan, och Västtyskland samt även Frankrike och Storbritannien. Senare offentliggjordes att FED aktivt tillsammans med Bank of Japan och Bundesbank genomförde flera stora interventioner för att få ned dollarkursen. Detta var en i handling klar bekräftelse på den nya amerikanska dollarsynen.

Plazauppgörelsen och den tidigare efter koordinerade centralbanksinterventioner inträffade första brytpunkten i slutet av februari kan närmast liknas vid den felande länken i de teoretiska modeller, vilka enligt kapitel 2 förklarar hur rationellt beteende kan leda till en accelererande övervärdering av en valuta, men ej hur spekulationsbubblan spricker. Traditionella förklaringsmodeller — köpkraftsparitetsteorin, den monetära ansatsen och "asset-modeller" enligt kapitel 2 — torde kunna förklara dollarns inledande uppgång under 1980-talets första år. Dollarförstärkningen speciellt under 1984 och 1985 lär dock åtminstone delvis vara ett exempel på ett självförstärkande spekulationsförlopp, vilket bröts först med en ändrad officiell amerikansk inställning till dollarns värde.

"Ordkriget" — sensommaren 1986

En tid efter Plazamötet blev dock uttalandena mera tvetydiga. "... Om växelkurspolitik innebär att låta marknaden gissa ... så är de amerikanska myndigheterna mästare", (Financial Times 86-02-20). Samtidigt började de första konflikttecknen visa sig mellan de tre länderna. "... Chefen för Japans ekonomiska planeringsbyrå menade, att yenens apprecieringstempo var för högt och att detta gav anledning till oro bland företagen. Man kan notera detta som det första klagomålet att dollarn är för svag. Bara för några månader sedan gällde klagomålet att dollarn var för stark", (ledare i Wall Street Journal 86-02-21). Dollarkursen var då 180 JPY/USD.

Den första klagan på den låga dollarkursen följdes av allt flera. Mot sensommaren inleddes ett veritabelt ordkrig mellan USA och Japan-Västtyskland. En sammanfattning av denna period är följande:

"Dagsläggets livliga debatt mellan företrädare för de tre huvudkombattanterna kan närmast liknas vid ett ordkrig. För ett år

sedan rådde dock enighet. I september i fjol träffades de fem ledande industriländernas finansministrar på hotell Plaza i New York. Plazamötets syfte var att få ned dollarkursen. Finansministrarna var överens och syftet uppnåddes. Till viss del kvarstod enigheten ännu i våras. I två samordnade aktioner sänktes räntan i flertalet länder, vilket i förlängningen även drog med sig det svenska diskontot.

Visserligen deltog inte den västtyska centralbanken Bundesbank i den andra aktionen, men ännu vid det internationella toppmötet i Tokyo i början av maj dominerade samstämmigheten över meningsskiljaktigheterna. Tokyomötet resulterade i en utfästelse om ett samordnat policy- och kontrollsystem i syfte att undvika våldsamma valutakursrörelser. Utvecklingen av tio indikatorer skulle bevakas och utvärderas i syfte att uppnå större internationell harmoni.

Vid uppföljningsmötet i Zürich i slutet av juni stod det dock klart, att meningsskiljaktigheterna dominerade över samstämmigheten. Amerikanska deltagare talade om de höga västeuropeiska räntorna i allmänhet och de västtyska i synnerhet, medan västtyska deltagare talade om behovet att minska USAs budgetunderskott.

I juli sänkte USA på nytt diskontot. Denna gång följde dock varken Japan eller Västtyskland efter. Debatten har därför påtagligt skärpts. Inte bara regerings- och centralbanksrepresentanter deltar, utan även pressen sluter upp på respektive lands sida. I mitten av juli attackerade USAs finansminister Baker Västtyskland och menade, 'att ett land med 9 procent arbetslöshet, negativ inflation och svag tillväxt, borde kunna hjälpa till' (att hålla upp världsefterfrågan och -tillväxten). Wall Street Journal skrev i slutet av juli, att om USA hamnar i en lågkonjunktur kommer den med stämpeln 'Made in Japan and Germany'.

Japanerna höll en förhållandevis låg profil, men västtyskarna gav svar på tal. Adressen på Bundesbanks artikel i dess månads-tidskrift från juli är tydlig när den skriver, 'att arbetslösheten har fallit till 9 procent, vilket om internationella mätmetoder, speciellt de amerikanska, används motsvarar knappt 8 procent'. (Den amerikanska arbetslösheten är knappt 7 procent).

Vidare menade Bundesbanks vice president Schlesinger i en tidningsintervju i början av augusti, att den amerikanska kritiken baseras på bristande information om den västtyska ekonomins

utveckling. Tillväxten ökar och med den importen, men 'vi kan inte snabbt vända vårt handelsbalansöverskott när Västtyskland sparar cirka 40 miljarder mark på billigare oljeimport'.

Västtyska Frankfurter Allgemeine Zeitung undrade i ett hårdare svar vad USA egentligen skall exportera till Västtyskland i konkurrens med den västtyska industrins höga kvalitet och låga priser. I följande debattrunda svarade Wall Street Journal, 'att om Frankfurter Allgemeine Zeitungs stora problem är, att göra en västtysk inköpslista lämnar vi gärna förslag : kyckling från USA, bilar från Japan, kött från Argentina, kullager från Brasilien och socker från hela Sydamerika. Och om man inte kan komma på vad man kan köpa från Frankrike, så är vi säkra på att fransmännen gärna lämnar förslag'. Vidare skriver Wall Street Journal, att '... det finns inget sådant som en västtysk, en japansk eller en amerikansk ekonomi. Istället finns en världsekonomi. . . '

Nu inväntas de västtyska svaren, men framför allt inväntas vilken huvudlinje som kommer att följas för att lösa de finansiella obalanserna – långsammare tillväxt i USA eller snabbare tillväxt i Japan och Västeuropa. Och medan vi väntar följs en tredje linje – dollarförsvagning. Utan tillräcklig åtstramning i USA eller tillräcklig expansion i Japan och Västeuropa förblir dollarkursen den i stort sett enda jämviktsskapande mekanismen. Dagslägets låsta positioner talar således för fortsatt valutaoro med en dollarkurs som kommer att pendla fram och tillbaka, men mest tillbaka". (Utdrag från min debattartikel i Affärsvärlden 86-08-27).

I augusti 1986 sänkte USA diskontot ytterligare en gång. Återigen uteblev japanska och västtyska åtgärder. "Ordkriget" trapades upp. Den amerikanska pressen på framför allt Västtyskland tilltog. Även Frankrikes premiärminister Chirac uppmanade till en västtysk räntesänkning. En sådan skulle lätta på spänningarna inom EMS, jämför kapitel 2.

Den västtyska regeringen och Bundesbank stod dock fast vid den tidigare politiken: "... Ingen vill bli tillrättavisad av den som är mindre lyckosam än en själv. Tyskarna anser, att de följt de klassiska makroekonomiska reglerna och vunnit. En devalvering är alltid ett nederlag, lät finansminister Stoltenberg nyligen undslippa sig", (Financial Times 86-08-28). I ett annat Stoltenberguttalande varnades för ett återuppreparande av lokomotivtanken: "... En konstgjord efterfrågestimulans... skulle endast leda

fram till en ny inflationsvåg och nästa stabilitetskris . . . Erfarenheterna från 1970-talet understryker denna ståndpunkt”, (Financial Times 86-09-10). Den amerikanske finansministerns påtryckningar på Västtyskland kritiserades vidare av Bundesbanks chef Pöhl: ”. . . Bundesbank är självständigt inte endast gentemot regeringen i Bonn, utan också mot Washington”, (Wall Street Journal 86-09-22).

Ungefär samtidigt passerade dollarkursen 2,00 D-mark för första gången sedan januari 1981. Orsaken var ett nytt uttalande av USAs finansminister Baker: ”. . . Såvida inte kraftigare åtgärder vidtas för att höja tillväxten utomlands, måste ytterligare växelkursförändringar ske för att minska handelsobalanserna”, (Wall Street Journal 86-09-19). För första gången ägde dollarfallet rum samtidigt som de amerikanska marknadsräntorna steg. Följaktligen rusade FED-chefen Volcker till för att lugna marknaderna: ”. . . Vi är nu någorlunda nära en tillräcklig justering av dollarns värde”, (Wall Street Journal 86-09-25).

Inför Internationella Valutafondens möte vid månadsskiftet september/oktober gjordes flera försök att dämpa tonläget. EGT-länderna träffades och uttalade sin starka avsikt, att försvara de rådande fasta växelkurserna inom EMS. Mötets värd – Storbritanniens finansminister Lawson – uttalade: ”. . . Allt för mycket löst prat”, (Financial Times 86-09-22). Den västtyske finansministern Stoltenberg tillade: ”. . . Låt oss för några dagar upphöra med officiella uttalanden”, (Financial Times 86-09-23).

Toppmötet blev dock i stort sett resultatlöst: ”. . . Ombedd att på en tiogradig skala betygsätta samarbetet mellan de ledande industriländerna svarade finansminister Baker 8 för det senaste året, men bara 2 för de senaste två veckorna när finansministrarna möttes”, (Wall Street Journal 86-10-06).

”Delfred” USA-Japan – november 1986

I början av november sänkte Bank of Japan diskontot. Samtidigt slöts överraskande en ”valutapakt” mellan USA och Japan. I ett gemensamt uttalande av finansministrarna Baker och Miyazawa sades: ”. . . Omvärderingen av yenen och dollarn sedan Plazamötet har nu lett fram till en växelkurs som i stora drag är förenlig med den underliggande fundamentala ekonomiska utvecklingen”, (Wall Street Journal 86-11-06). Alla kommentarer till över-

enskommelsen var dock inte nådiga: ”... Ett tecken på USAs svaghet som låntagare i behov av japanskt kapital för att finansiera budgetunderskottet”, (ledare i Financial Times 86-11-03).

Valutapakten följdes av en stabilisering och mindre uppgång av dollarns värde gentemot yenen. Samtidigt steg D-markens värde mot såväl dollarn som yenen. Mot årsskiftet kom Västtyskland, Bundesbank och D-marken allt mer i centrum för skeendet.

Dramatik kring D-marken – januari 1987

En sammanfattning av den dramatiska händelseutvecklingen under januari är följande:

”Västtyskland och den konstitutionellt oberoende centralbanken Bundesbank har successivt kommit i centrum för den internationella utvecklingen. Tidigare var det främst Västtysklands (och Japans) stora överskott i utrikeshandeln och USAs ännu större underskott som först med en samstämmig syn, men därefter under växande spänningar och allt skarpare ordväxling, presade upp D-marken (och yenen) och ned dollarn.

De andra valutorna inom det västeuropeiska valutasamarbetet EMS kunde en längre tid, om än med viss ansträngning, följa D-marken uppåt. Den plötsliga politiska oron och arbetsmarknadskonflikterna i Frankrike tillspetsade emellertid det gradvis växande problemet. D-marken skrevs upp med 3 procent gentemot den franska francen.

Oron inom EMS hann dock inte ens bedarra förrän uppmärksamheten på nytt riktades mot bakgrunds- och huvudproblemet – dollarns svaghet gentemot D-marken och yenen, dvs till USAs och Västtysklands/Japans underskotts- respektive överskottsproblem. Ännu har inte dessa obalanser påtagligt reducerats. De senaste statistikuppgifterna anger tvärtom att de växer.

Pressen på Västtyskland och Bundesbank tilltar därför nu när förbundsdagsvalet är över. Å den ena sidan återfinns USA och flera västeuropeiska länder anförda av Frankrike. De önskar en kraftfullare västtysk expansion. Sker ej detta blir en fortsatt uppskrivning av D-marken oundviklig. I mitten står den västtyska exportindustrin, som redan pressas av den starka valutan och försvagad konkurrenskraft. Å den andra sidan återfinns den västtyska regeringens och Bundesbanks betoning av en långsiktigt inriktad politik utan kortsiktiga expansionsäventyr och att pro-

blemet egentligen är USAs budgetunderskott . . .

Den västtyska grundsynen baseras på en långsiktigt inriktad politik som leder till tillfredsställande tillväxt utan inflation och med sunda finanser. Inflationshatet är välkänt. Det går tillbaka åtminstone till hyperinflationen under 1920-talet. Motviljan till lånefinansierad expansion baseras på den mera näraliggande negativa erfarenheten av lokomotivtanken.

Den förhärskande officiella västtyska synen framgår av Bundesbanks månadstidskrift från december i fjol. 'Det ekonomiska uppsvinget, som nu pågått i fyra år, fortsätter med oförminskad styrka . . . Ekonomin expanderar enligt en klar trendmässig 3 procentig tillväxttakt . . . Detta innebär, att Västtyskland inte bara svarar upp mot inhemska mål, utan också uppfyller omvärldens förväntningar'. Vidare närmast utesluter Bundesbank alla möjligheter till ytterligare lättnader av kreditpolitiken. Inställningen förklaras av fjolårets snabba penningmängdstillväxt. I fjol överskreds penningmängdsmålet för första gången sedan 1978 och med råge. Penningmängden ökade med nästan 8 procent mot målets 3,5–5,5 procentiga intervall. Mot slutet av 1986 fanns starka farhågor, att Bundesbank skulle rätta till överskridandet med en åtstramning i år. Nu valde Bundesbank, att i stort sett bortse från det som varit haver. Målintervallet för 1987 sattes till 3–6 procents penningmängdsökning, vilket dock är en uppbromsning jämfört med utfallet 1986.

Synen på den amerikanska politiken kan illustreras med en artikel av Bundesbanks chef Pöhl i tidningen Handelsblatt i december. 'USA har fört en politik som om underskotten vore överskott . . . Västtyskland har gjort mer än något annat överskottsland för att uppfylla sina internationella åtaganden' . . .

Frankrike har med tydliga uppoffringar lyckats få ned inflationstakten, men det stora och växande underskottet i handelsutbytet med Västtyskland är en ständig källa till förtret. Dagarna före växelkursjusteringen inom EMS kallade premiärminister Chirac det västtyska agerandet för 'egoistiskt'. Fransmännen upphörde till slut med sitt försvar av francen. Valutan fick falla till den nivå där Bundesbank enligt EMS-avtalen tvingades ingripa. Slutligen lär ändå Frankrike och Västtyskland ha enats om den 3-procentiga uppskrivningen av D-marken redan innan förhandlingarna inleddes i Bryssel. Maratonmötet orsakades i stället av osämja om hur de andra EMS-valutorna skulle ändras.

Financial Times har i flera ledare kritiserat den västtyska politiken. Redan i slutet av november skrev man: 'Kohl och hans kollegor tycks fortfarande tro, att de står inför 1970-talets problem – hög inflation och okontrollerad tillväxt av välfärdsutgifter. Det är dags att de vaknar till det sena 1980-talets problem'. Senare har tidningen lyft fram, att enligt OECDs december prognos ger den västtyska finanspolitiken i år ett helt försumbart bidrag till tillväxten, t o m mindre än i fjol.

Den skarpaste kritiken kommer dock från USA och tidningen Wall Street Journal. I en ledare strax innan växelkursjusteringen inom EMS skriver man: 'Dessa dagar är det möjligt, att ta en tidning och läsa om den västtyska rädslan för ökad inflation. Man måste nypa sig i armen för att komma ihåg att inflationen är negativ. EMS måste nu justeras och franska francen devalveras för att tillfredsställa Västtysklands tycke för deflation'. . .

Bundesbank sänkte diskontot den 22 januari och gick således de utländska och inhemska kritikerna till mötes. På kort sikt kan därför dollarkursen komma att stabiliseras eller t o m något förstärkas. På något längre sikt kvarstår dock slutsatserna om en fortsatt försvagning av dollarn och förstärkning av D-marken". (Utdrag från min debattartikel i Affärsvärlden 87-01-28.)

Upprepad oro och toppmöten – våren 1987

Den västtyska diskontosänkningen lyckades inte helt stabilisera valutautvecklingen. Valutamarknaden stod och vägde – skulle dollarn upp eller ned? Successivt uppkom en samstämmig syn om behovet av en åtminstone temporär paus i valutarörelserna. Januari månads dollarfall innebar för Japan, att den viktiga valutapakten mellan Miyazawa och Baker de facto upphörde. I en kommentar till detta sades: ". . . I en tidigare tid skulle Miyazawa vid det här laget ha begått harakiri", (Wall Street Journal 87-01-26). Bundesbanks chef Pöhl menade att: ". . . Den nuvarande situationen är farligt liknande 1978 då dollarn mer eller mindre kollapsade och startade en ny global inflationsspiral . . . Vi närmar oss ett riskfyllt läge på valutamarknaden", (Wall Street Journal 87-01-26). Även USAs Baker började varna för "ett okontrollerat dollarfall", men vägrade samtidigt att säga om dollarfallet nu var tillräckligt.

Önskan om valutapaus ledde fram till nästa internationella

toppmöte i Paris. Deltagarna uttalade sig vara nöjda med de rådande valutakurserna, vilka i stort sett avspeglade den fundamentala ekonomiska utvecklingen. Även om mötet endast utmynnade i allmänna åtaganden – USA skulle agera för att minska budgetunderskottet och Japan-Västtyskland skulle verka för att upprätthålla den inhemska efterfrågan – övertygades valutamarknadens aktörer, att de ledande industriländerna var beredda att försvara de dåvarande relationerna, åtminstone tills vidare.

Efter mötet gav Storbritanniens finansminister Lawson valutaspekulanterna följande råd: ”... spela hellre på hästar än på valutamarknaden”, (Dagens Nyheter 87-02-23). Lawson är varken den förste eller den siste politikern som beskyllt spekulanterna för allt ont, men uttalandet var ändå något överraskande med tanke på en då nyligen publicerad studie av Bank of England. I en kommentar till denna studie sades: ”... att de senaste årens möten om valutorna bland finansministrar och centralbankschefer i de stora industriländerna har omgående utlöst reaktioner i växelkurserna. Det är kanske lugnast om alla stannar hemma”, (ledare i Dagens Nyheter 87-01-26).

Februari månads toppmöte i Paris – av optimister kallat ”Plaza II” – bevarade lugnet på valutamarknaden i drygt en månad. Testet av centralbankernas vilja och förmåga att försvara valutakurserna dröjde till den sista marsveckan. Återigen var det ett uttalande av USAs Baker som utlöste oron riktad mot dollar/yenkursen: ”... USA har inget mål för dollarkursen”, (Wall Street Journal 87-03-25). Dollarn föll under 150 JPY/USD – den lägsta dollarkursen under hela efterkrigstiden. Bank of Japan intervenerade tungt och fick även begränsad hjälp av amerikanska FED för att hålla uppe dollarn.

Oron bestod, extra upptrissad av växande handelskonflikter mellan USA och Japan. Medan den japanska dollarsynen var helt klar var den amerikanska mera diffus. FED-chefen Volcker varnade för konsekvenserna av ett fortsatt dollarfall, men såväl finansminister Baker som andra officiella talesmän syntes närmast vilja se en ytterligare dollarförsvagning. Japan tog till allt mera okonventionella sätt att försvara dollarn: ”... Tjänstemän vid finansdepartementet gör personliga vädjanden till japanska finansiella institutioner att avstå från att sälja dollar”, (Wall Street Journal 87-04-06).

Vad kunde rädda situationen – ett nytt toppmöte? Sagt och

gjort. Ett nytt toppmöte i Internationella Valutafondens regi inleddes.

Oron bestod även efter IMF-mötet. Dollarn föll mot yenen – periodvis under kursen 140 JPY/USD. Det japanska finansdepartementets moraliska övertalningar och Bank of Japans interventioner på valutamarknaden intensifierades. De amerikanska långa räntorna steg.

Nästa internationella toppmöte i Venedig i juni föregicks av Volckers avskedsansökan, kraftig oro och centralbanksinterventioner. Följande kommentar visar hur litet som förändrats – utöver växelkurserna – sedan ”ordkriget” sensommaren 1986: ”... De sju ledarna åstadkom litet utöver att bekräfta den politik som har bidragit till låg tillväxt, instabil valutamarknad och en kronisk skuldkris. Misslyckandet att nå framsteg på de ekonomiska problemen har förstärkt den tilltagande oron att världsökonomi går mot en recession”, (Business Week 87-06-22).

Cirkeln på väg att slutas?

Eller ändå, är något på väg att hända? Håller cirkeln från Carter-administrationens sista år på att slutas inför Reaganadministrationens avslutning?

Fortsättningen på citatet om ”Carter bonds” i avsnittet ”förspel” lyder: ”... Att låna i utländsk valuta förhindrar självbedrägeri. Hade exempelvis USA tvingats finansiera sina bytesbalansunderskott under perioden 1983–86 enbart i yen, skulle USAs utlandsskuld från dessa fyra år uppgått till 580 miljarder USD till aktuell växelkurs i stället för de 410 miljarder USD som man i verkligheten har dragit på sig. Denna skillnad på 170 miljarder USD skulle knappast ha passerat obemärkt, inte ens i USA. Idealtilfället för Reagan bonds –för att förhindra Reagans utsvävningar – har försvunnit. Men det är klart möjligt, att USAs japanska finansiärer snart begär dem... Om Baker verkligen är en smart finansminister, skulle han uppmuntra japanerna att begära Reagan bonds. Hotet av ett okontrollerbart budgetunderskott skulle tvinga Kongressen och Vita Huset att skära ned budgeten. Smartast av allt, att nu låna i yen skulle förmodligen inte innebära någon växelkursrisk för USA. Om ett minskat budgetunderskott stärkte dollarn kunde USA betala tillbaka dessa Reagan bonds med billigare yen”, (ledare i The Economist 87-02-07).

”Reagan bonds” kan vara på väg: ”. . . Bank of Japans ordförande Satoshi Sumita sade i en intervju, att Reagan bonds är en tänkbar möjlighet för att förhindra en ytterligare försvagning av dollarn. Tillfrågad hur han skulle reagera om frågan togs upp vid något kommande toppmöte sa Sumita, att han skulle förorda Reagan bonds”, (Reuter 87-04-07).

Den vägda dollarutvecklingen

Omvärderingen av dollarn gentemot yenen och D-marken påbörjades i början av 1985. Dollarfallet mot dessa två huvudvalutor och – med de övriga västeuropeiska valutornas direkta eller indirekta anknytning till D-marken – även mot de övriga industriländernas valutor har varit betydande. En stor och stadigt växande andel av USAs utrikeshandel sker emellertid med utvecklingsländerna i Asien och i Latinamerika samt med grannlandet Kanada. Flera av dessa länders valutor har antingen följt dollarns utveckling nedåt, exempelvis Kanadadollarn och fram mot slutet av 1986 flera av de asiatiska NIC-ländernas valutor, eller t o m kraftigt försvagats mot dollarn exempelvis Mexicos peso och Brasiliens cruzado.

Traditionella dollarindex för att mäta dollarns samlade värde är helt baserade på de övriga industriländernas valutor. FEDs styrelses dollarindex består exempelvis av endast tio länders valutor, vilka svarar för knappt 60 procent av USAs utrikeshandel. FEDs dollarindex visar i likhet med andra traditionella index en kraftig försvagning av dollarn. Försvagningen är dock mindre i jämförelse med utvecklingen mot yenen eller D-marken separat. Förklaringen är främst att Kanadadollarn och pundet väger tungt i dessa index.

Utvecklingsländernas allt större betydelse i USAs handel tillsammans med att dessa valutor ofta är knutna till dollarn har givit upphov till flera nya utvidgade dollarindex. Ett sådant exempel är Morgans dollarindex, vilket baseras på 18 industri- och 22 utvecklingsländers valutor och avser handeln med bearbetade varor. Intressant är de ingående valutornas vikter. Kanadadollarn väger tyngst (20,7 %), därefter yenen (18,5 %), D-marken (9,9 %) och pundet (8,2 %). I klass med D-marken och pundet väger de fyra asiatiska NIC-länderna HongKong, Singapore, Sydkorea och Taiwan (totalt 8,1 %) och Latinamerika (totalt 10,5 %).

När dessa länder inkluderas i ett valutaindex är det nödvändigt att korrigera för de kraftigt varierande inflationstakterna. I stället

för nominella dollarindex fås reala dollarindex. Tabell 3.1 visar utvecklingen av Morgans utvidgade reala dollarindex under perioden 1980 fram till mitten av 1987.

Det framgår, att dollarn kraftigt har försvagats även om utvecklingsländernas valutor tas med i beräkningarna. Indexvärdet i mitten av 1987 är i stort sett detsamma som år 1981. En studie utförd av Internationella Valutafonden har dragit liknande slutsatser, (se IMF Survey 87-02-09).

Tabell 3.1 Morgans reala dollarindex baserat på 18 industri- och 22 utvecklingsländer

År	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987 ¹⁾
Index	90,5	99,8	109,6	114,9	120,8	124,0	107,2	98,9

Källa: World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust Company of New York, olika nummer.

¹⁾ Medelvärde januari–juni.

Figur 3.10 Utvecklingen av dollarkursen mot yenen och D-marken. (Månadsgenomsnitt från 1979.)



4 *Från obalans till balans*

”På 1950-talet var profetierna, att teknologiskt överlägsna USA för evigt skulle ha överskott i utrikeshandeln, att 100 miljoner japaner aldrig skulle kunna klara sig själva på sina öar helt utan råvaror och att Västeuropas brist på arbetskraft skulle avhjälpas genom en strid ström av gästarbetare. Pinsamt för profeterna så har problemen i USA, Japan och Västeuropa genom förändringar av relativpriser och växelkurser vridits exakt 180 grader”, (ledare i *The Economist* 85-11-09).

Detta citat fångar in de stora omvälvningar som världsekonomin genomgått under de senaste åren: USA från överskotts- till underskottsland, Japan den omvända vägen och Västeuropa fast med en hög arbetslöshet. Men denna historiska utveckling inrymmer även svaret på den kommande. De finansiella obalanserna kan ej växa i all oändlighet och rimligen kommer Västeuropas arbetslöshet att minska framöver. Frågorna är ”endast” på vilket sätt obalanserna kommer att bringas i balans igen och hur snabbt? Citatet tar 1950-talet som utgångspunkt. 30 år framåt tar oss gott och väl till år 2015! Så länge lär det dock ej dröja innan obalanserna rätas ut eller svängt till de omvända. Men det svåra utgångsläget antyder, att upplösningen av de stora internationella finansiella obalanserna kommer att dominera händelseutvecklingen en god bit in på 1990-talet.

I detta kapitel skall först de finansiella obalanserna skärskådas med utgångspunkt från det amerikanska underskottet. Vilken är obalansernas anatomi? Hur stor är risken för ett handelskrig? Vad är konsekvenserna av hittills ackumulerade skulder och tillgångar? Hur kommer dessa att utvecklas under de kommande åren? Detta är frågeställningarna i det inledande avsnittet.

Nästa avsnitt studerar den ekonomiska politikens problem och möjligheter. Varför har ingen ny omläggning av finans- och penningpolitiken skett i USA, Japan och Västtyskland? När kan en omläggning komma?

Det tredje avsnittet för tillbaka till valutamarknaden, växelkurspolitiken och dollarkursen. Vilka problem är förknippade med det flytande växelkurssystemet och vilka förbättringsförslag har lanserats? Vad är dollarns framtida "rätta" värde?

Ett sista avsnitt summerar upp den tidigare diskussionen i kapitel 2–4 och sammanfattar slutsatserna inför anpassningsvägen från obalans till balans.

De finansiella obalanserna

Innan de finansiella obalanserna studeras måste en reservation nämnas. Den internationella betalningsstatistiken är i obalans. Summan av alla länders bytesbalanser måste definitionsmässigt vara lika med noll. Den faktiska summan – enligt uppskattningar av exempelvis OECD eller IMF – är dock negativ. Världen har enligt tillgänglig statistik ett underskott med sig själv på ca 80 miljarder USD. Detta motsvarar ungefär halva värdet av USAs bytesbalansunderskott år 1986 eller med omvänt tecken hela Japans överskott samma år.

Denna statistiska obalans är besvärande. Den kan också leda till alltför restriktiv politik, eftersom politiken baseras på alltför stora bytesbalansunderskott. Rimligen faller en stor del av det felaktiga underskottet på USA. Fördelas de 80 miljarderna USD efter industriländernas importandelar förbättras USAs bytesbalans med ca 20 miljarder USD.

I den följande analysen bortses från denna problematik. Detta kan motiveras av två skäl. För det första har den bästa kunskapen – OECD och IMF – inte lyckats allokera underskottet till de enskilda länderna. För det andra har det statistiska underskottet varit relativt stabilt eller t o m minskat – i Bundesbanks årsbok för 1986 anges obalansen detta år till drygt 50 miljarder USD mot det dubbla år 1982 –, medan samma statistik visar en amerikansk försämring från positiv bytesbalans ännu år 1981 till ca 150 miljarder USD i underskott år 1986. Den drastiska försämringen är därför klar, även om det aktuella underskottets storlek torde vara något upplåst.

USAs underskott är "kroniskt"

Det inledande avsnittet i kapitel 2 visar, att de finansiella obalanserna kan analyseras utifrån flera infallsvinklar. En ansats är att studera handels- och bytesbalansen, en annan sparandet och investeringarna.

Utvecklingen av handels- och bytesbalanserna i USA, Japan och Västtyskland framgår av figurerna 3.4 och 3.5. De stora förändringarna avser handelsbalansen. Övriga poster under bytesbalansen förändras långsammare. Avkastningen på kapital, främst räntebetalningar, förändras successivt i takt med att bytesbalansöverskott eller -underskott ackumuleras, dvs tillgångar eller skulder byggs upp i utlandet.

Handelsbalanserna med export- och importvärdet i USA, Japan och Västtyskland framgår av figur 4.1, (observera att värdena för USA och Japan är i USD, men för Västtyskland i DEM). 1980 var export- och importvärdena i vart och ett av de tre länderna i stort sett lika stora. 1986 utgjorde USAs exportvärde endast 60 procent av importvärdet. Motsvarande tal för Japan och Västtyskland var 182 respektive 127 procent. Det kan noteras, att omräknat i gemensam valuta blev Västtyskland år 1986 världens största exportland med ett exportvärde på 245 miljarder USD. USAs och Japans exportvärde var 217 respektive 209 miljarder USD. USAs exportvärde år 1986 var lägre än 1980 års värde. För Japan gällde samma förhållande, men för importvärdet.

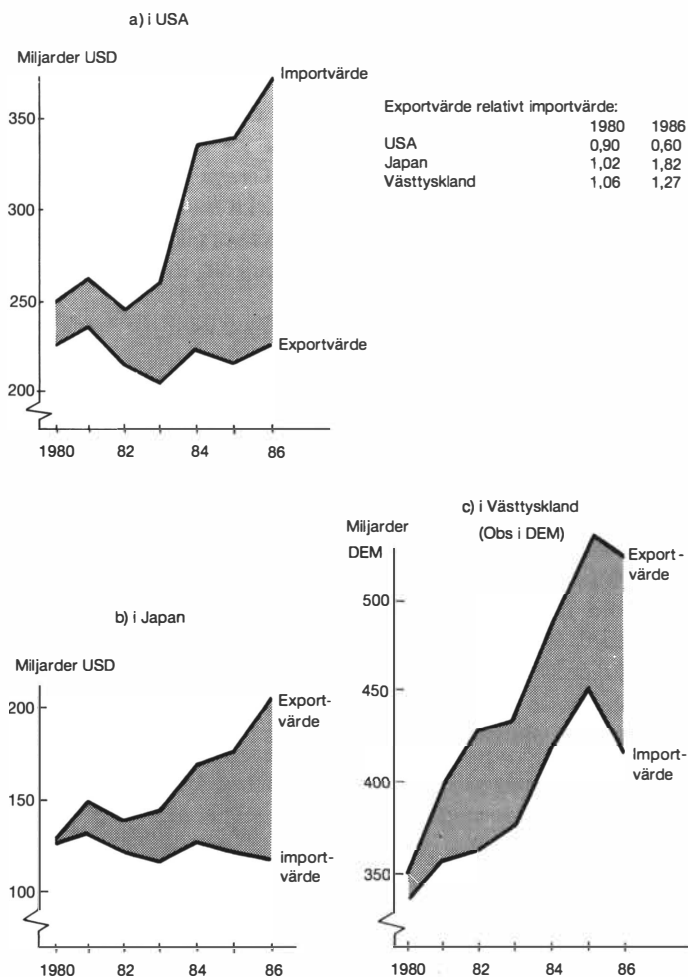
Förändringen av USAs bilaterala handelsbalanser från 1980 till 1986 med de viktigaste handelspartnerna framgår av tabell 4.1.

Tabell 4.1 *USAs bilaterala handelsbalanser 1980 och 1986, miljarder USD.*

	1980	1986	förändring
Japan	-12	-59	-47
Kanada	- 7	-23	-16
Västeuropa	19	-32	-51
- Västtyskland	- 1	-16	-15
Latinamerika	5	-14	-19
4 NIC-länder	- 2	-41	-39
- HongKong	0	- 7	- 7
- Sydkorea	0	-16	-16
- Taiwan	- 3	-14	-11
- Singapore	1	- 4	- 5

Källa: World Financial Markets, Morgan Guaranty Trust Company of New York.

Figur 4.1 *Handelsbalansens utveckling i USA, Japan och Västtyskland 1980–1986.*



USAs största underskott gäller i handeln med Japan. Det näst största avser handeln med Kanada. På delad tredje plats 1986 kommer underskotten gentemot Västtyskland, Sydkorea och Taiwan.

Den största försämringen gäller likaledes handeln med Japan. Underskottet gentemot det samlade Västeuropa har dock vuxit mer än det japanska. En drastisk försämring av underskottet gäller även gentemot de fyra NIC-länderna: Hongkong, Sydkorea, Singapore och Taiwan. Slutligen uppvisar också USAs handel med Latinamerika ett betydande underskott år 1986 mot ett överskott 1980.

Förändringen av USAs varubalanser från 1980 till 1986 för de viktigaste varugrupperna framgår av tabell 4.2.

Tabell 4.2 *USAs varubalanser 1980 och 1986, miljarder USD.*

	1980	1986 ¹⁾	förändring
Tillverkade varor	19	-132	-151
– bilar	-11	- 55	- 44
– konsumtionsvaror	-18	- 62	- 44
– kapitalvaror	43	0	- 43
Jordbruksvaror	24	3	- 21
Olja	-74	- 32	32

Källa: Se tabell 4.1 och OECD.

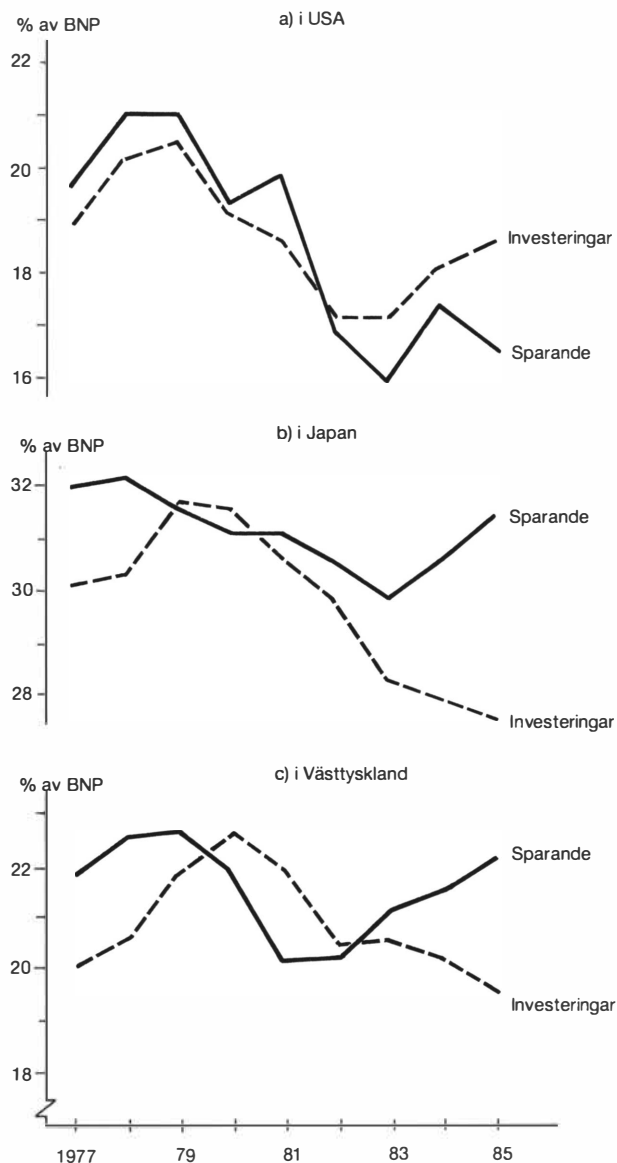
¹⁾ Januari–september 1986 uppräknat till årstakt.

Den stora försämringen avser handeln med tillverkade varor. 1980 års överskott försämrades med 150 miljarder USD fram till 1986. En stor försämring gäller även för handeln med jordbruksvaror. Det traditionellt stora överskottet har krympt till nära balanserad handel. Det kan noteras att USAs oljeimportnota halverades från 1980 till 1986.

USAs bilaterala handelsbalanser och varubalanser leder fram till följande frågeställningar och slutsatser.

För det första – och mest uppmärksammat – torde skevheten i handeln med Japan ha både strukturella och stabiliseringspolitiska förklaringar. Japan hade 1986 utöver överskottet i handeln med USA även betydande överskott med Västeuropa och de fyra NIC-länderna på 19 respektive 12 miljarder USD. Av det totala västtyska överskottet föll inte mindre än tre fjärdedelar på Väst-europa och en fjärdedel på USA. Västtyskland kan i detta sam-

Figur 4.2 *Bruttosparande och -investeringar i procent av BNP*
1977–1985.



manhang ses som representant för hela Västeuropa, vars bilaterala handelsbalans uppvisar den största förändringen av alla "handelsblock" gentemot USA. Några strukturella faktorer tas upp i det följande avsnittet. Framför allt förtjänar de stabiliseringspolitiska skillnaderna mellan USA och Japan–Västtyskland, som representant för Västeuropa, att lyftas fram. Dessa belystes utförligt i kapitel 3. Ytterligare information ger de finansiella obalanserna utifrån infallsvinkeln sparande och investeringar, se figur 4.2.

USAs finansiella obalanser har i första hand uppkommit genom en kraftig försämring av sparandet. Det stora brottet i sparandeutvecklingen kom 1982. Även investeringsandelen har fallit, men uppvisar en viss ökning under de senaste åren.

Det omvända gäller för Japan och Västtyskland. Noterbart är Japans ca tio procentenheter högre andelar för såväl sparandet som investeringarna i jämförelse med både USA och Västtyskland. Här återfinns förklaringen till den normalt klart högre japanska tillväxttakten.

En jämförelse med den totala offentliga sektorns sparandebalans i procent av BNP i figur 3.6 avslöjar, att de stora förändringarna av sparandet avser den offentliga sektorn. I USA har ett mindre offentligt sparande – främst ökat federalt budgetunderskott – inte uppvägs av ett ökat privat sparande. I Japan och Västtyskland gäller det rakt motsatta förhållandet. Detta pekar starkt mot att en viktig förklaring till de stora finansiella obalanserna är de stabiliseringspolitiska skillnaderna.

För det andra, USAs näststörsta bilaterala underskott med ett enskilt land avser handeln med Kanada. Möjligheterna att förbättra denna obalans är klart begränsade. Kanadas bilaterala handelsöverskott med USA döljer ett totalt bytesbalansunderskott. Kanada är exempelvis nettoexportör av olja och har således drabbats hårt av oljeprisfallet och den svaga situationen på råvarumarknaderna i allmänhet.

För det tredje gäller samma klart begränsade möjligheter för USA att förbättra den bilaterala handeln med Latinamerika. Latinamerikas prekära skuldsituation med höga räntebetalningar till omvärlden gör att dessa länder samtidigt måste öka exporten och hålla tillbaka importen.

Ett fjärde problemområde avser de fyra NIC-länderna. Deras exportledda tillväxtpolitik har lett till ett samlat överskott i handeln med USA som är större än Västeuropas och börjar närma sig

Japans. Det amerikanska importvärdet från de fyra NIC-länderna motsvarade 1986 ungefär importvärdet från Västtyskland, Frankrike och Storbritannien tillsammans. Av de fyra har Hongkong och Singapore visserligen stora överskott i USA-handeln, men totalt sett underskott.

Sydkorea fick 1986 för första gången sedan början av 1960-talet ett betydande bytesbalansöverskott. Den tidigare 25-åriga perioden med ackumulerade bytesbalansunderskott har således byggt upp en av världens största utlandsskulder. Även om USA mottar hela 40 procent av Sydkoreas export, minskar detta förhållande USAs möjligheter att förbättra den bilaterala handelsbalansen med Sydkorea.

För Taiwan är situationen annorlunda. Taiwan har regelmässigt uppvisat stora bytesbalansöverskott. Det mesta härrör från handeln med USA, dit nästan hälften av Taiwans export går. Överskottens storlek är betydande såväl i relativa som i absoluta tal. Taiwans bytesbalansöverskott år 1986 motsvarade ca 20 procent av landets BNP, mot drygt 4 procent för Japan och Västtyskland samma år, se figur 3.4 b. Vidare har Taiwan byggt upp en av världens största valutareserver. I slutet av januari 1987 uppgick valutareserven till 48 miljarder USD, vilket motsvarade två års importvärde, (The Economist 87-03-28). Som jämförelse kan nämnas, att den svenska valutareserven vid samma tidpunkt var lika stor mätt i kronor och motsvarade ungefär 2,5 månaders importvärde. USAs handelsbalansunderskott vis-à-vis Taiwan utgör emellertid endast ca en tiondel av totalen. Även avsevärda amerikanska framsteg i handeln med Taiwan rubbar därför inte nämnvärt den totala obalansen.

För det femte faller huvuddelen av det ökade amerikanska handelsbalansunderskottet på varugruppen bearbetade varor. Dessa utgör även den största delen av såväl USAs export som import – drygt 70 procent i båda fallen. Motsvarande andel för bearbetade varor var 1984 för Japan 98 respektive 28 procent av exporten och importen, för Västtyskland 89 respektive 61 procent. Den amerikanska förbättring som skall ske gäller därför i första hand ökad export och minskad import av bearbetade varor.

För det sjätte avspeglar försämringen av USAs traditionella överskott i handeln med jordbruksvaror permanenta produktionsförändringar i omvärlden. "Den gröna revolutionen" har gjort flera tidigare regelbundet stora importörer av jordbruksva-

ror till självförsörjande eller t o m nettoexportörer. Under överskådlig framtid ses ingen förändring av denna situation.

För det sjunde kommer rimligen oljepriserna framöver att stiga. USAs nettooljeimportnota kommer därför att bli högre på sikt.

För det åttonde har USAs industri förändrats under åren med en alltför hög dollarkurs. Det tjänar föga till att försöka återuppbbygga kapaciteten i flera sektorer. För att belysa konkurrensen med NIC-länderna kan nämnas, att Taiwans och Sydkoreas arbetskraftskostnad per producerad enhet inom tillverkningsindustrin i början av 1987 motsvarade 68 respektive endast 38 procent av de amerikanska, (Business Week 87-03-16).

Slutsatsen blir, att USAs handelsbalansunderskott närmast är kroniskt. Ändå kan det inte vara kroniskt i meningen obotligt. Underskottet kommer att vändas till ett överskott. De åtta punkterna visar klart att den stora förbättringen av den amerikanska handelsbalansen måste ske i handeln med Japan och Västeuropa och kommer att gälla bearbetade varor. USAs export kommer att öka och importen stagnera eller mera sannolikt att minska.

Ett räkneexempel kan illustrera. USAs export- och importvärde år 1986 var 217 respektive 369 miljarder USD. Antag, att exportvärdet varje år växer med goda 10 procent medan importvärdet är oförändrat. Först under 1992 uppnås då balans i USAs utrikeshandel.

Men detta räcker ej till för att få jämvikt i bytesbalansen. Under alla dessa år kommer USA att uppvisa bytesbalansunderskott och fortsätta den utländska upplåningen. Utlandsskulden och räntebetalningarna växer. Det omvända gäller för Japan och Västtyskland.

Även med exemplets optimistiska antaganden dröjer således en vändning av USAs bytesbalans från underskott till överskott fram till mitten av nästa decennium. Först då kan de löpande betalningsströmmarna under bytesbalansen vara i jämvikt.

Handelskrig

De finansiella obalanserna har framkallat ett mer eller mindre öppet "ord- och valutakrig". Risken att dessa skall övergå i ett eskalerande "handelskrig" är ej försumbar. Följande citat illustrerar:

En av de under hösten 1986 nyvalda amerikanska demokratiska kongressmännen uttalade: "... Nästa president måste vara lika tuff i handelsfrågorna som den nuvarande har varit i förhandlingarna med ryssarna", (Business Week 87-03-16). Nobelpristagaren Milton Friedman skrev: "... Om inte den protektionistiska vågen snart stoppas kan världen stå inför ett nytt årtionde av 'beggars-neighbor'-politik vid en tidpunkt då den internationella handelns betydelse är väsentligt större än under 1930-talet", (Wall Street Journal 87-04-23).

Dessa citat visar dels hur allvarliga de amerikanska protektionistiska strömningarna är, dels – med analogin till 1930-talet – hur allvarliga konsekvenserna skulle kunna bli av ett eskalerande handelskrig.

Redan idag är protektionistiska åtgärder omfattande. För USAs del kan nämnas, att Institutet för Internationell Ekonomi i Washington har beräknat att omkring 20 procent av importen i USA berörs av något slags skyddsåtgärd. 1980 var motsvarande siffra endast 12 procent. Samma institut har beräknat, att kostnaderna för konsumenterna – i form av högre priser – av de protektionistiska åtgärderna år 1984 uppgick till 55 miljarder USD.

För Japans del kan nämnas, att den genomsnittliga japanska tullsatsen faktiskt är lägre än i USA och EG; 3 procent i jämförelse med 4,2 respektive 4,9 procent, (The Economist 87-04-04). Detta torde delvis kunna förklaras av den stora betydelsen av råvaror i Japans import. Men även om den allmänna japanska tullnivån är låg står det klart, att andra handelshinder är svåra att forcera för USA med flera länder.

Ett exempel är den för USA viktiga handeln med jordbruksvaror: "... Japans livsmedelshandel gör att t o m EGs regler framstår som liberala. Den billiga importen används av statliga monopol till att finansiera stödet till de japanska jordbrukarna vid sidan av skattesystemet. Den japanska konsumenten har inte fått några fördelar", (ledare i Financial Times 86-12-16). Detta illustreras tydligt av följande: "... Den japanska regeringen köper kanadensiskt vete för 122,60 USD per ton och japanskt vete för 1226,00 USD per ton, men båda säljs för 574,60 USD per ton. Talen förskräcker: Hiroshi Kato vid Keio universitet har uppskattat, att stödet till jordbrukarna och andra grupper år 1985 uppgick till 56 miljarder USD, eller lika mycket som Japans hela handelsöverskott detta år", (W Mc Gurn i Wall Street Journal

87-04-21). Japans nettoimport av jordbruksvaror uppgick 1984 till endast 34 procent av den inhemska produktionen. Motsvarande tal för Västtyskland var 64 procent och den amerikanska nettoexporten utgjorde 6 procent av den egna produktionen. Dessa siffror talar ett tydligt språk, varken den amerikanska eller japanska och för den delen ej heller EGs handelspolitik på jordbruksområdet är gratis.

Andra ofta nämnda exempel på japanska handelshinder varierar från komplicerade säkerhetskrav, som ofta bygger på annorlunda japansk standard, och distributionssystemet liksom även den japanska attityden – att alltid först köpa japanska produkter. Möjligen är följande ett exempel på alla dessa handelshinder. Den sydkoreanska bilen Hyundai såldes 1986 i nästan 200 000 exemplar i USA, men inte ett enda exemplar såldes i Japan, (Wall Street Journal 87-05-01).

Huvudorsakerna till skevheten i handeln mellan Japan och andra länder – främst USA – lär dock vara stabiliseringspolitiken och skattesystemets utformning. Det senare, något berört i avsnittet om "Bank of Japan" i kapitel 2, premierar starkt sparande och diskriminerar låntagande.

Skillnaderna mellan USA och Västtyskland eller Västeuropa i stort är mindre än mellan USA och Japan. Strukturella skillnader, exempelvis på skatteområdet, och olika attityder till sparande och konsumtion är dock ej oväsentliga. Följande uppgifter är belysande (från en artikel i Wall Street Journal 86-12-18):

- På påståendet "det är oklokt att köpa något annat än ett hus på kredit" instämde 45 procent av europeerna och endast 23 procent av amerikanerna. På påståendet "kreditkort gör det för lätt att spendera" instämde 74 procent av europeerna och endast 21 procent av amerikanerna. (Studie utförd av Master Card.)
- Av Volkswagens bilförsäljning i Västtyskland sker hälften kontant, i USA enbart 5 procent. Rent allmänt uppskattas de västtyska konsumenternas inköp till mellan 70 och 85 procent ske kontant, i USA endast 20 procent. Ett annat exempel på detta är att i hela Västtyskland finns endast ca 1,2 miljoner kreditkort. Det kan också nämnas, att handelns öppethållande är reglerad. Alla affärer i Västtyskland måste stänga senast kl 18.30. Spontana försök att bryta detta har lett till hot om fängelse och höga böter.

Handelshindren i Sydkorea och Taiwan är mera påtagliga. De genomsnittliga tullsatserna är i storleksordningen 20 procent, eller fem gånger högre än i USA, (Wall Street Journal 86-07-29).

Reaganadministrationen betraktas som en sista bastion för frihandeln. Hotet om handelskrig kan dock ej helt uteslutas. Fortsättningsvis skall emellertid de stabiliseringspolitiska möjligheterna behandlas. Det kan samtidigt konstateras, att i den mån som förändringar av strukturer och attityder är centrala för att vända de finansiella obalanserna lär detta ta längre tid än om enbart ändrad stabiliseringspolitik behövs. Det måste även betonas, att egentligen är de bilaterala handelsbalanserna eller balanserna för enskilda varugrupper ointressanta för den makroekonomiska utvecklingen. Det avgörande är den totala handelsbalansens utfall, eller egentligen utfallet av bytesbalansen.

Skuld- och tillgångsberg

1980-talets stora bytesbalansunderskott och -överskott har givit upphov till lika stora nettolåneströmmar länderna emellan. USA har på några år gått från positionen med de största tillgångarna utomlands till att ha världens största utlandsskuld. Vid slutet av 1986 uppgick USAs utlandsskuld netto till ca 250 miljarder USD, se tabell 4.3. Detta motsvarade ca 6 procent av BNPs värde. Motsvarande absoluta skuldtal för Mexico och Brasilien – de näst mest skuldsatta länderna – var ca 100 miljarder USD vardera eller 80 respektive 38 procent av BNPs värde. Utvecklingsländernas sammanlagda utlandsskuld uppgick i slutet av 1986 till 1 100 miljarder USD (OECD, External Debt Statistics). Den svenska utlandsskulden netto uppgick vid slutet av 1986 till närmare 200 miljarder kronor eller ca 20 procent av BNPs värde.

Det bör samtidigt uppmärksammas, att den amerikanska förmögenhetsbilden i några väsentliga avseenden måste modifieras. Detta gäller speciellt vid en jämförelse med utvecklingsländernas skuldposition. Den officiella statistiken anger att omvärldens fordringar på USA vid slutet av 1986 uppgick till 1 331 miljarder USD. Motsvarande tal för USAs fordringar på omvärlden var 1 068 miljarder USD, och nettoskulden var således 263 miljarder USD. Av två skäl undervärderas emellertid USAs tillgångar. För det första är direktinvesteringarna värderade till bokfört värde och ej till marknadsvärdet. Eftersom USAs direktinvesteringar

utomlands i genomsnitt är av äldre ursprung än omvärldens i USA innebär detta en underskattning av de amerikanska tillgångarna utomlands. För det andra värderas USAs guldreserv endast till en tiondel av marknadspriset i mitten av 1987. En korrekt värdering skulle höja värdet av USAs guldreserv med cirka 100 miljarder USD.

Det centrala med utvecklingen av USAs finansiella utlandsposition är därför, att försämringen har gått och går fort — i storleksordningen 150 miljarder USD årligen i mitten av 1980-talet. Redan ackumulerade skulder och utgångsläget stora handelsbalansunderskott — det amerikanska exportvärdet utgör endast 60 procent av importvärdet — innebär, att nästan oberoende av vad som sker kommer USAs utlandsskuld år 1990 att uppgå till mellan 600 och 900 miljarder USD. Räntebetalningarna på utlandsskulden kommer då att uppgå till mellan 50 och 100 miljarder USD. 1986 års handelsbalansunderskott om ca 150 miljarder USD måste således vändas med 200 miljarder USD till ett överskott på åtminstone 50 miljarder USD för att uppväga de stigande räntebetalningarna. Först härigenom kan bytesbalansen på nytt komma i jämvikt. Den nödvändiga förbättringen motsvarar i stort sett en fördubbling av USAs exportvärde år 1986, eller 10 procent av hela världshandeln samma år.

Även de inhemska amerikanska skulderna har ökat kraftigt under 1980-talet. Detta gör den amerikanska ekonomin extra känslig för om huvudingrediensen i arbetet med att återställa obalanserna kommer att utgöras av en amerikansk åtstramning och recession.

USAs löpande underskott och skuldberg har en spegelbild i främst Japans men även Västtysklands löpande överskott och tillgångsberg. Japans långfristiga tillgångar utomlands uppgick vid slutet av 1986 till i det närmaste 400 miljarder USD. Det samlade OPEC nådde som mest 380 miljarder USD år 1983 innan lägre oljeinkomster reducerade förmögenheten. Enbart år 1986 var Japans nettoexport av långfristigt kapital 130 miljarder USD. Detta belopp överstiger bytesbalansöverskottet samma år. Mellanskillnaden förklaras av att Japan tog upp kortfristiga lån i utlandet motsvarande ca 50 miljarder USD, jämför diskussionen kring tabell 2. 2. För den fortsatta utvecklingen anger amerikanska uppskattningar, att de japanska långfristiga tillgångarna utomlands via 500 miljarder USD vid slutet av 1987 når ca 700

miljarder USD år 1990, (uppskattningar av Salomon Brothers refererade i The Economist 87-04-04).

De ombytta rollerna för USA och Japan har jämförts med skiftet mellan Storbritannien och USA efter första världskriget. En stor skillnad är hittills, att Japans tillgångar utomlands helt domineras av obligationer, i synnerhet således amerikanska. Där- emot har de japanska direktinvesteringarna utomlands ännu – och i motsats till USA och Storbritannien – varit av mindre omfattning.

En japansk diversifiering bort från total dominans för ameri- kanska obligationer till direktinvesteringar och obligationer i andra valutor är dock redan på väg. Den ovan citerade amerikan- ska prognosen innehåller även, att de japanska nettoköpen av utländska aktier under 1987 kommer att öka till 15 miljarder USD eller mer än en fördubbling från 1986.

Den japanska utvecklingen är följaktligen spegelbilden av den amerikanska. Ränteinkomsterna på det utländska obligationsin- nehavet uppgick år 1986 till ca 15 miljarder USD – vilket således räcker till finansieringen av diversifieringen mot ökade aktieköp – och kan år 1990 nå ca 50 miljarder USD. Dessa ökade räntein- komster innebär, att förblir 1986 års exportvärde oförändrat kan ändå japanerna tillåta sig en fördubbling av importnotan och likväl bevara ett bytesbalansöverskott. Samtidigt kan poängteras, att Japans ”nyrikedom” inte enbart har lett till entydigt positiva effekter. Tokyo-börsens aktiekurser har under 1986 och i början av 1987 trissats upp till – enligt flera bedömare – helt orealistis- ka nivåer. Detsamma gäller land- och fastighetspriserna. Liknan- de utveckling – mindre i absoluta tal, men större i relativa tal – gäller för Taiwan.

De stora skuld- och tillgångsbergen, som har och som håller på att byggas upp, kommer att påverka den ekonomiska politiken och utvecklingen under en lång tid framöver. Möjligen får de också andra konsekvenser: ”... Den växande obalansen mellan Frankrike och Västtyskland är i flera avseenden en exakt kopia, om än på en mindre skala, av utvecklingen av förhållandet mel- lan Japan och dess beskyddare USA, som har fått världens största utlandsskuld till stor del på grund av sina ökande militära an- strängningar ... Världen av imorgon kan mycket väl bli delad – som under feodaltiden – mellan krigar- och handelsnationer. Men blir en sådan värld stabil, när de som har vapnen är bank-

rutta, medan fordringsägarna är försvarslösa" (den franske kolumnisten P. Lellouche i Newsweek 1987-02-09). Bilden kan kompletteras med följande inlägg: "... Amerikanska politiker som av politiska skäl är ovilliga att dra tillbaka amerikanska trupper från Europa börjar av budgetskäl se positivt på denna idé", (I. Kristol i Wall Street Journal 87-04-16).

Finans- och penningpolitikens problem och möjligheter . . .

Den ekonomiska politiken i USA, Japan och Västtyskland står inför en formidabel uppgift. De finansiella obalanserna kommer att minska. Men på vilket sätt och hur snabbt? Och hur kommer de internationella ekonomiska och andra relationerna att se ut om tio år då USAs utlandsskuld ensamt kan börja närma sig utvecklingsländernas samlade? Och framför allt Japans – men även Västtysklands – tillgångar utomlands nått tidigare ej skådade proportioner?

Flera internationella organisationer och forskningsinstitut har försökt uppskatta effekterna av olika kombinationer av den ekonomiska politiken för att på nytt uppnå jämvikt i USAs bytesbalans. Här skall några representativa beräkningar presenteras vilka fångar in huvuddragen och problemen i anpassningsprocessen.

En första frågeställning gäller vad effekterna blir om inga förändringar äger rum av varken den ekonomiska politiken eller av växelkurserna. I tabell 4.3 visas en uppskattning av utvecklingen av den amerikanska handels- och bytesbalansen om växelkurserna förblir på januari–februari 1987 års nivå och tillväxten i USA, Japan och Västtyskland ligger kvar på 1986 års nivå om ca 2,5 procent.

Underskotten krymper endast marginellt till att börja med. Mot slutet av 1980-talet växer underskotten ånyo. Vändningen förklaras av en snabbare amerikansk löne- och prisutveckling än i Japan och Västtyskland som försämrar konkurrenskraften och exportutvecklingen samt av en stigande oljeimportnota. Ränteutbetalningarna växer successivt. Den amerikanska utlandsskulden växer snabbt till ca 850 miljarder USD vid slutet av år 1990. Exemplets räntenetto baseras på en jämförelsevis låg räntesats.

Tabell 4.3 *Scenario över USAs bytesbalans och utlandsskuld om dollar-kursen förblir på januari–februari 1987 års nivå (154 JPY/USD och 1,87 DEM/USD) och inga ändringar genomförs av den ekonomiska politiken.*

(Miljarder USD)	1986	1987	1988	1990
Handelsbalans	–166	–145	–120	–165
Räntenetto	– 16	– 28	– 40	– 44
Övrigt	37	38	40	52
Bytesbalans	–145	–135	–120	–157
Utlandsskuld netto vid slutet av året	257	400	530	843

Källor: World Financial Markets, February/March 1987, Morgan Guaranty Trust Company of New York.

Risken är därför stor att räntenettot, bytesbalansunderskottet och utlandsskulden blir ännu större än vad tabell 4.3 anger. Liknande resultat har presenterats av professor A Meltzer i en rapport till den amerikanska senatens bankkommitté, (se Financial Times 87-02-26).

Det amerikanska dilemma kan illustreras med följande beräkningar av erforderliga tillväxt- och växelkurskombinationer för att uppnå en större minskning av USAs handelsbalansunderskott – ned till under 100 miljarder dollar år 1989. Se tabell 4.4.

Tabell 4.4 *Tillväxt och växelkurskombinationer som kan minska USAs handelsbalansunderskott till under 100 miljarder dollar år 1989.*

Växelkurser (slutet av 1988)				
JPY/USD	154	154	125	125
DEM/USD	1,85	1,85	1,60	1,60
Tillväxttakter (årlig 1987–89)				
USA	1,0	2,0	2,0	3,0
Japan	5,4	6,3	4,3	5,5
Västtyskland	5,4	5,7	3,4	5,0

Källor: Se tabell 4.3.

Beräkningarna i tabell 4.4 måste uppfattas som mycket grova, men följande generella slutsatser om anpassningsprocessen från obalans till balans kan dras:

- ju högre tillväxt utanför USA desto mindre behöver den amerikanska tillväxten hållas tillbaka,
- ju högre tillväxt utanför USA desto mindre behöver dollarkursen falla och
- en snabbare och/eller kraftigare minskning av det amerikanska bytesbalansunderskottet erfordrar en kraftig försvagning av dollarn i kombination med en flerårig djup amerikansk recession med i bakgrunden stigande arbetslöshet upp till västeuropeisk nivå.

Dessa allmänna slutsatser stöds av beräkningar från OECD, (se OECD Economic Outlook, Juni 1985), och exempelvis japanska beräkningar, (några av dessa sammanfattades i Financial Times 86-05-27).

Den samlade bilden är att obalanserna börjar närma sig svårhanterliga proportioner. Den uppkomna situationen och anpassningsprocessen kräver nytänkande: omläggning av den ekonomiska politiken och strukturella förändringar. USAs skuld-, Japans och Västtyskland tillgångspositioner och omläggningen från expansiv till restriktiv ekonomisk politik i USA och det omvända i Japan och Västtyskland kan närmast liknas vid ett "paradigm-skifte". Skiftet kommer. Dessförinnan och därefter lär en stor del av den nödvändiga anpassningsprocessen även fortsättningsvis falla på valutamarknaden, vilket är ämnet för nästa avsnitt. Här skall först de finans- och penningpolitiska problemen och möjligheterna i USA, Japan och Västtyskland tas upp.

... i USA

Uppkomsten av USAs externa obalans sammanföll med Reagan-administrationens introduktion av det nya finanspolitiska programmet, ERTA, år 1982. Detta och den samlade bilden av den tidigare analysen pekar ut en finanspolitisk åtstramning som den rätta metoden att rätta ut obalanserna.

Utgångsläget är 1986 års statliga budgetunderskott på 220 miljarder USD, härrörande från inkomster på 770 och utgifter på 990 miljarder USD. Reaganadministrationen har under flera år försökt att hålla tillbaka utgifterna, men misslyckats. Följande tabell illustrerar.

Tabell 4.5 *USAs federala utgifter i procent av BNP.*

Budgetår	1960	1968	1976	1980	1984	1985	1986
Totala utgifter	18,2	20,9	21,9	22,2	23,1	24,0	23,7
försvarsutgifter	9,5	9,6	5,3	5,0	6,2	6,4	6,9
övriga utgifter	8,7	11,3	16,6	17,1	16,9	17,6	16,8

Källa: Wall Street Journal 87-01-07.

De totala utgifterna har ökat som andel av BNP under Reaganadministrationen; från 22,2 procent år 1980 till 23,7 procent år 1986. Ökningen faller helt på försvarsutgifterna. Övriga utgifters andel är ungefär oförändrad sedan Carteradministrationen 1976–1980. En finanspolitisk åtstramning lär därför i första hand avse höjda federala skatteinkomster.

Skattehöjningspotentialen är från en svensk horisont enorm. Ett enda exempel – som då och då tas upp i den amerikanska debatten – kan illustrera. En cent högre skatt per gallon bensin ger drygt en miljard dollar i skatteinkomster per år. Förhållandena vid slutet av 1985 var sådana, att om bensinskatten höjdes så att det amerikanska bensinpriset sammanföll med det genomsnittliga priset i Västeuropa skulle skatteinkomsterna årligen öka med 150 miljarder USD, (se *The Economist* 86-03-08).

Men skatterna har inte höjts och lär ej heller höjas under Reaganadministrationen. President Reagan är av princip en orubblig motståndare till högre skatter.

I ett försök att ändå finna ett sätt att minska budgetunderskottet antog kongressen den s k Gramm-Rudman-lagen år 1985. Lagen stipulerar årligen krympande budgetunderskott ned till noll år 1991. Lagen anger även en metod för att nå balans. Kan kongressen inte nå en överenskommelse överförs nedskärningsansvaret från politikerna till tjänstemännen och "osthyvelmetoden" skall användas. Gramm-Rudman-lagen anses dock av kritiker i bästa fall vara en chimär. Några menar t o m att lagen inte alls tvingar Kongressen att minska budgetunderskottet, utan endast tvingar Kongressen till prognoser om ett minskat budgetunderskott. Lagen innehåller vidare kryphål – om konjunkturen försämras – och har ifrågasatts utifrån den amerikanska konstitutionen. Möjligheterna att med Gramm-Rudman-lagen som bas genomföra en finanspolitisk åtstramning måste därför bedömas vara små.

Ett nytt amerikanskt skattesystem infördes år 1987. Systemets huvuddrag är en övervältring av skattebördan från hushållen till företagen. Bland annat sänktes marginalsikten radikalt. Systemet avses vara skatteinkomstneutralt, men tidsprofilen av förändringarna anses av många experter innebära en viss åtstramning under 1987. På sikt menar dock samma experter, att det nya systemet kan komma att innebära ett ökat budgetunderskott. Huvuddragen, inte minst den uppmärksammade kraftiga marginalsattesänkningen, har stimulerat skattedebatten i andra länder inklusive i Sverige. Det centrala här är dock, att det nya skattesystemet primärt inte är utformat för att minska budgetunderskottet. Det skall vara skatteinkomstneutralt.

Den samlade amerikanska finanspolitiska bilden är, att de politiska förutsättningarna för en finanspolitisk åtstramning ännu saknas. Presidenten motsätter sig alla skattehöjningar. Kongressen motsätter sig alla utgiftsnedskärningar. Nästa presidentval äger rum år 1988. Den nya administrationen tillträder år 1989. Nya politiska prioriteringar lär därför inte få någon effekt förrän omkring år 1990. Jämför presidentvalet av Reagan 1980 och den nya skattereformens effekt år 1982.

Den amerikanska penningpolitiken styrs av den självständiga centralbanken FED och har under 1980-talet genomgått två radikalt annorlunda regimer, se kapitel 2 om FED och kapitel 3 om politikomläggningen i USA. Penningpolitiken och FED har under 1980-talet starkt associerats med den inom finanskretsar närmast karismatiska FED-chefen Paul Volcker.

Volcker har karakteriserats som den starkaste FED-chefen någonsin, samtidigt som ingen av de presidenter han tjänat egentligen ville ha honom. President Carter "tvingades" acceptera Volcker i en prekär finans- och allmänpolitisk situation år 1979. Omvalet av Volcker år 1983 skedde på samma sätt utan större entusiasm från president Reagans sida. Men rädsla för oro på finansmarknaderna i begynnelsen av högkonjunkturen banade väg för Volckers andra ordförandeperiod.

De positiva åsikterna om Volckers ordförandeskap dominerar, men minoriteten av kritiska röster är högljudd. På plussidan nämns framför allt att Volcker uppfattades som garanten för en låg inflationstakt. Det hårdhänta sätt varigenom inflationen nedbringades har samtidigt föranlett den skarpaste kritiken. Den lägre inflationstakten minskade alltför snabbt skatteinkomsterna

och bidrog till det växande budgetunderskottet. De rekordhöga räntorna bidrog till 1982 års djupa lågkonjunktur och dollaruppgången. Följande uttalande av Volcker sommaren 1986 kan möjligen tas som intäkt för att penningpolitiken alltför länge ignorerade de internationella sambanden: ”. . . Idag kan prognoser för USAs utveckling inte göras förrän omvärldens situation studerats. Vi lever med nya ekonomiska förutsättningar”, (Wall Street Journal 86-10-28). Med andra ord var USAs ekonomiska politik länge utformad som om USA är en sluten ekonomi. Detta hade möjligen bäring under 1960-talet, men inte under 1980-talet. USA är en öppen ekonomi. Denna förändring påskyndades av kollisionen mellan den expansiva finanspolitiken och strama penningpolitiken som sände upp räntorna och dollarn till ständigt nya rekordhöga nivåer. Den stora skillnaden idag relativt tidigare är medvetenheten om det internationella beroendet.

Den skarpaste kritiken av Volcker framfördes av kolumnisten Paul Craig (Business Week 87-02-23), där också Bundesbank fick del av slev: ”. . . Under de senaste sex åren har FEDs ordförande försökt diktera finanspolitiken . . . Volcker och Bundesbank representerar en centralbankssyn där ekonomisk tillväxt ses som ett problem snarare än en lösning. Deras sk ansvarfulla hållning kan visa sig bli extremt ansvarslös”.

I början av juni 1987 meddelade Volcker, att han skulle avgå när hans andra ordförandeperiod upphörde i augusti. En kortvarig ränte- och valutaoro följde. Ersättaren Alan Greenspan anses dock av samstämmiga bedömare vara ett mycket bra val. Oron blev därför – med hjälp av centralbanksinterventioner – kortvarig. Greenspan anses stå för i stort sett samma penningpolitiska inriktning som Volcker. Den stora skillnaden bedöms gälla synen på de inhemska regleringarna. Under Greenspans ledning förväntas en snabbare liberalisering av bankernas spelregler på den nationella amerikanska kreditmarknaden.

Greenspans tidigare främsta merit är som ordförande bland president Fords ekonomiska rådgivare i mitten av 1970-talet. Till nackdelarna, eller åtminstone frågetecknen, hör Greenspans och överhuvudtaget hela FEDs styrelses brist på internationella erfarenheter, vid en tidpunkt då förbättrat internationellt samarbete krävs för att bringa ny balans utan panik.

Den amerikanska finanspolitiken kommer på sikt att slå in på åtstramningsvägen. FEDs dilemma är, att försöka föra en så pass

lätt penningpolitik att en recession undviks utan att inflationen tar fart, de utländska långivarna inte upphör finansiera det amerikanska bytesbalansunderskottet och dollarraset inte fortsätter.

De senaste åren har givit en snabb ökning av penningmängden i såväl USA som i Japan och Västtyskland med flera länder, se figur 3.7. Den snabba penningmängdsökningen har gått hand i hand med fallande inflationstakt. Speciellt under 1986 föll inflationstakten med oljeprisraset dramatiskt samtidigt som penningmängdstillväxten accelererade. Flera förklaringar har framförts till att sambandet mellan penningmängds- och inflationsförändringar tycks ha upphört eller åtminstone blivit svagare än tidigare. Finansiella innovationer och en allmän avreglering av de finansiella marknaderna har gjort det svårare, att såväl finna relevanta penningmängdsmått som att styra det valda måttets utveckling. Detta medförde att amerikanska FED i februari 1987 för första gången på 12 år underlät att uppställa mål för det snävaste penningmängdsmåttet, M1. Mål angavs dock för de bredare måtten M2 och M3.

Den snabba penningmängdstillväxten och avsaknaden av mål för M1 pekar mot en möjlig inflationsväg för USA ut ur obalansen. Denna utväg torde vara "frestande" eftersom utlandsskulden är dollarfinansierad. Snabbare inflation och lägre dollarkurs får bäras av låntagarna, framför allt de japanska investerarna. Den befintliga utlandsskulden skulle därför bli en mindre börda.

FED kan dock egentligen bara påverka det korta ränteläget, jämför diskussionen i kapitel 2 om FED. De långa räntorna skulle snabbt stiga till mycket höga nivåer så fort som en eventuell inflationsutväg blir uppenbar för de utländska långivarna. Utfallet av det amerikanska finansdepartementets ("Treasury") upplåningsprogram under våren 1987 är exempel på detta. Auktionsresultatet för 30-åriga obligationer blev 7,49 procent i februari, men hela 8,76 procent tre månader senare i maj. FEDs svårigheter att bemästra de långa räntorna framgår tydligt av följande uttalande av Volcker strax efter majauktionen: ". . . Vi är ganska uppenbart i fara att förlora kontrollen över vår egen ekonomiska utveckling", (Reuter 87-05-11).

Dessutom finns möjligheten till "Reagan bonds" – amerikansk upplåning i andra valutor än dollarn – som en klar möjlighet om inflationen tar fart uppåt och dollarn nedåt. Högre långa räntor skulle även kunna leda fram till en amerikansk recession. Den störs-

ta invändningen mot en inflationsutväg torde dock vara erfarenheterna från den senaste inflationsperioden kring 1980-talets början och svårigheterna – med stigande arbetslöshet – att få ned inflationen igen. Ingen vill se en upprepning av denna disinflationsprocess med redan höga arbetslöshetstal i flertalet länder.

Sammanfattningsvis fås, att den amerikanska finanspolitiken går mot en åtstramning. Större förändringar lär dock dröja något eller några år in på nästa presidentperiod, dvs under 1990-talets inledande år. FED, under Greenspans nya ledning, och den amerikanska penningpolitiken kommer att utsättas för svåra prov. I avvaktan på den finanspolitiska åtstramningen kommer utfallet mellan recession och inflation att dikteras av politiken i Japan och Västtyskland.

... i Japan

Av de större OECD-länderna överskreds i slutet av 1970-talet den samlade japanska offentliga sektorns budgetunderskott endast av Italiens. Den japanska utvecklingen därefter har lett fram till ett av OECD-ländernas minsta offentliga underskott, (se figur 3.6). I centrum för vägen från internationell obalans till balans står därför den japanska finanspolitiken.

Japans avoga inställning till en finanspolitisk stimulans har flera förklaringar. I ett tillbakablickande perspektiv finns farhågor för ett återupprepande av inflationsexplosionen efter den första oljeprischocken, av ständigt försämrade statliga finanser under 1970-talet och den misslyckade "lokomotivtanken" strax före den andra oljeprischocken. I ett framåtblickande perspektiv anger exempelvis OECD-beräkningar, att demografiska förändringar med ökad andel pensionärer fram på 2000-talet kraftigt kommer att höja de offentliga utgifterna. Med andra ord behöver Japan idag bygga upp stora reserver inför framtiden. Samma utveckling gäller för Västtyskland, men – med högre immigration och födelsetal – ej för USA, (se tabell 4.6).

Tabell 4.6 *Andel pensionärer i procent av arbetskraften.*

	1985	2010	2030
USA	24,0	25,6	41,5
Japan	18,3	40,1	42,7
Västtyskland	29,0	40,8	63,6

Källa: OECD.

Dessutom framför japanerna, att en finanspolitisk expansion – till följd av den låga importbenägenheten – skulle få en liten effekt på Japans handels- och bytesbalansöverskott. Detta förstärker behovet av strukturella japanska förändringar.

Små steg i denna riktning har tagits. I april 1986 publicerades den första s k Maekawa-rapporten. Den betonade att den rådande dogmen ”exportera eller dö” måste ändras till förmån för ökad inhemsk konsumtion och investeringar. I senare rapporter har betonats att den japanska tillväxten ännu ej tillräckligt förbättrat medeljapanens levnadsstandard; bostadsstandarden är låg, levnadskostnaderna är höga och arbetstiden är lång. Uppskattningsvis svarade utrikeshandeln för 40 procent av den japanska tillväxten under den första hälften av 1980-talet. Först 1986 var bidraget negativt, dvs den inhemska efterfrågan överskred produktionen. Det kan nämnas att exempelvis exportandelarna för Nissan, Honda, Sony, Mazda och Sharp med flera stora japanska företag ligger mellan 60 och 70 procent av försäljningen. Och dessa företag har ändå den näst största hemmamarknaden i världen. Ett förändrat synsätt hos de stora japanska företagen, politikerna och den japanska allmänheten lär dock ta tid innan det fäster.

Flera ändringsförslag av det japanska skattesystemet lanserades under 1986 och i början av 1987. Lägre marginalskatt och andra ändringar av de rådande starka incitamenten till sparande är genomgående drag. Ett annat genomgående drag är emellertid att skatteförslagen är skatteinkomstneutrala. Japans finansdepartement står fast vid målet, att helt radera ut den samlade offentliga sektorns underskott år 1990. De amerikanska reaktionerna har därför – som väntat – ej varit speciellt entusiastiska: ”Tokyo’s Tax Manicure”, var rubriken på en ledare i Wall Street Journal, (86-10-31). Skatteförslagen har även stött på hårt japanskt motstånd och försämrat regeringens popularitet.

Utsikterna till större lättnader av den japanska finanspolitiken är således ej stora. Detsamma gäller penningpolitiken. Den snabba kursuppgången på Tokyo-börsen under 1986 och första halvåret 1987 anses exempelvis främst bero på den höga likviditeten. I den mån lättnader genomförs är effekten på de internationella finansiella obalanserna – åtminstone enligt japanska beräkningar – likaledes ej stora. Ändrade strukturer och attityder kan vara nog så viktiga. Sådana kan dock inte frammanas under en kort tidsperiod.

. . . i Västtyskland

Den västtyska negativa inställningen till en mer expansionsinriktad ekonomisk politik baseras på samma faktorer som den japanska. Inflationshatet och minnet av de negativa erfarenheterna av "lokomotivtanken" är starkare. Däremot är de strukturella hindren för en ökad import mindre än de japanska. Västtyskland är en öppen ekonomi för såväl varor, tjänster som kapital. Västtyskland – som den starkaste ekonomin i Europa – är i detta avseende mera representant för en allmän stram ekonomisk politik i Västeuropa. Inte minst valutasamarbetet inom EMS gör att de andra länderna måste föra en ekonomisk politik som successivt sluter inflationsgapet gentemot Västtyskland, (se kapitel 2 avsnittet om valutasamarbetet EMS).

Kraven på en västtysk stimulans från USA och EG har dock i stort sett ej hörsammats av de västtyska politikerna eller av Bundesbank. Följande kommentar från april 1987 är belysande: ". . . I fjol kunde enbart västtysk altruism stödja förändringar av politiken: även om resten av världen var i trångmål, tycktes hemmaekonomin vara stark. Detta håller nu på att förändras. Prognoserna om 1–2 procents tillväxt betyder att Kohls politik inte ens är bra för Västtyskland", (ledare i Financial Times 87-04-14).

Den försiktiga västtyska inställningen till en mer expansiv ekonomisk politik torde också kunna förklaras av att man först vill se att USA slår in på en åtstramningsväg. Följande uttalande av finansminister Stoltenberg illustrerar: ". . . Om USAs politik blir mer restriktiv med krympande budgetunderskott, måste Europa hjälpa till. Vi (i Västtyskland) måste agera något mera expansivt" (Financial Times 86-11-04).

I USA lär en finanspolitisk åtstramning dröja. I Japan gäller detsamma för en finanspolitisk expansion och dessutom betvivlas att en sådan omläggning skulle få några större effekter på överskotten. Västtyskland tycks invänta den amerikanska politikomläggningen. Detta lyfter ånyo fram den kommande utvecklingen på valutamarknaden.

Valutamarknadens roll

Utvecklingen på valutamarknaden under 1980-talet har lett fram till en tilltagande debatt om nödvändiga förändringar av det nu-

varande växelkurssystemet. Dessa förslag varierar från någon form av internationell övervakning av de olika ländernas ekonomiska politik till en återgång till ett system med fasta växelkurser, eventuellt t o m till guldmyntfoten. Dessa problem och förslag analyseras kortfattat i ett första avsnitt.

De olika synsätten mellan USA och Japan—Västtyskland på behovet av korrigerande ekonomisk politiska åtgärder och utgångsläget svåra obalanser leder emellertid fram till slutsatsen, att det nuvarande växelkurssystemets huvuddrag består under överskådlig framtid. Det avslutande avsnittet diskuterar den kommande utvecklingen av växelkurserna under det rådande växelkurssystemet — vad är ”rätt” värde för dollarn?

Växelkurssystemets brister och förbättringsförslag

Kritiken av det nuvarande flytande växelkurssystemet fokuserar tre problemområden: de kraftiga kortsiktiga växelkursfluktuationerna, de stora och långvariga avvikelserna från ”jämviktskurser” enligt exempelvis köpkraftsparitetsteorin och bristen på disciplin i olika länder eller avsaknaden av ett fast ankare för växelkurserna.

Otvivelaktigt har de kortsiktiga fluktuationerna i växelkurserna ökat kraftigt under perioden med flytande växelkurser. En studie av Internationella Valutafonden har funnit, att de kortsiktiga fluktuationerna under det nuvarande systemet är ca sex gånger större än under Bretton Woods-systemets tidevarv, (se IMF Survey 87-02-23). Detta ökar osäkerheten och kan minska världshandelns omfattning samt i förlängningen investeringarna och tillväxten.

Ett radikalt förslag att minska de kortsiktiga fluktuationerna har framförts av nobelpristagaren James Tobin. Förslaget bygger på att valutamarknaden fungerar för perfekt. Det är för små transaktionskostnader att flytta kapital över gränserna från exempelvis dollartillgångar till yen- eller D-markstillgångar. Tobin föreslår därför att en omsättningsskatt införs på valutatransaktioner. Förslaget har dock rönt ringa intresse och är av politiska och administrativa skäl närmast orealistiskt.

De kortsiktiga fluktuationerna torde vara en nackdel som fårtas med det flytande växelkurssystemets fördelar. Aktörerna på valutamarknaden kan dessutom gardera sig mot kortsiktiga fluk-

tuationer på de väl utbyggda termins- och optionsmarknaderna.

Ett större problem utgör de stora och långvariga avvikelserna från "jämviktskurser" baserade på den fundamentala ekonomiska utvecklingen av inflationen och bytesbalansen i olika länder. Dollarns utveckling under 1980-talet är det tydligaste exemplet på detta. Pundkrisen under 1960-talets andra hälft och själva upplösningen av Bretton Woods-systemet år 1973 är dock starka argument för att dessa problem också fanns tidigare och att stora spänningar svårligen kan hanteras under ett system med fasta växelkurser.

Det tredje och samtidigt allvarligaste problemet – vilket även torde inrymma grundförklaringen till det andra – är att ett flytande växelkurssystem saknar ett ankare eller rättesnöre för den ekonomiska politiken i olika länder. Denna diskussion känns igen från svensk debatt. Efterlevandet av en fast växelkurs för den svenska kronan har framförts som den ekonomiska politikens viktigaste norm för att uppnå en balanserad ekonomisk utveckling. (Se exempelvis Konjunkturrådets rapport 1985, "Vägen till ett stabilare Sverige".)

Detta problem är på ett sätt självklart vid flytande växelkurser, men på ett annat sätt överraskande. Följande citat illustrerar: ". . . Det står nu klart att flytande växelkurser såldes med falska löften . . . Låt valutan flyta fritt – löd argumentet – och andra länders politiska misstag drabbar ej den egna ekonomin. I stället kan finans- och penningpolitiken nästan helt inriktas på den inhemska ekonomins utveckling. Denna vid 1980-talets början dominerande synen på flytande växelkurser förklarar varför det dröjde så länge innan Reaganadministrationen reagerade på den amerikanska politikens internationella återverkningar . . . När stabiliseringspolitiken är så olika och kapitalrörelserna över nationsgränserna sker obehindrat kan inte flytande växelkurser förväntas ge jämvikt i bytesbalanserna" (ledare i Financial Times 87-02-17).

Överraskningsmomentet skulle kunna vara, att ingen av förespråkarna för flytande växelkurser förutsåg möjligheten till att det ledande reservvalutalandet USAs ekonomiska politik så kraftigt och så länge skulle komma att avvika från omvärlden i övrigt. Dollarns reservvalutastatus gör att USA, som enda land i världen, kan finansiera ett bytesbalansunderskott med upplåning i den egna valutan. Långivarna accepterar skuldsedlar i dollar

och låntagaren USA har inga eller få incitament att bromsa eller upphöra med utlandsupplåningen. Obalanserna växer. En gräns finns dock även för långivarnas beredvillighet att stuva in ständigt större volymer av dollartillgångar i sina portföljer. Portföljvalsteorins grundsats – att för att acceptera större andel av ett visst tillgångsslag kräver placeraren högre avkastning än för alternativa placeringar – gäller också för amerikanska obligationer i dollar och dollarräntan. 1970-talets "Carter bonds" och diskussionen om eventuella "Reagan bonds" visar att gränsen finns, jämför det ovan återgivna auktionsresultatet av räntan på amerikanska obligationer under våren 1987 och avsnittet "Cirkeln på väg att slutas?" i kapitel 3.

USAs unika internationella finansieringsmöjligheter har även ifrågasatts i samband med de allt tätare och större interventionerna från centralbankernas sida. Kolumnisten Paul Fabra analyserade dessa i en artikel med titeln "Danger Lurks in a Group of Five Meeting", (Wall Street Journal 87-02-20). Fabras resonemang är följande. När centralbankerna intervenerar för att stödja dollarkursen köps dollar. Dessa dollar investeras omedelbart i amerikanska statliga obligationer. På detta vis hålls hela det existerande dollarskuldberget "under armarna". Samma blir effekten av den amerikanska centralbanken FEDs interventioner. Det centrala är den ackumulerade storleken av dessa skulder. Adde-ras FEDs innehav av amerikanska statliga obligationer – ca 190 miljarder USD i oktober 1986 – med andra centralbankers innehav – ca 210 miljarder USD i september 1986 – fås att i runda tal 400 miljarder USD eller motsvarande 20 procent av hela den utestående amerikanska federala skulden innehas och följaktligen stötts av centralbankerna. Artikeln avslutas med: "... Historien visar, att så länge som en regering obekymrat kan finansiera ett budgetunderskott sker inga allvarliga försök att minska det. Därför kan mycket väl G5-mötena mera representera ett problem än en lösning". Bilden kan kompletteras med att i april 1987 finansierade Bank of Japan ensamt mer än halva USAs bytesbalansunderskott.

Problemet med dollarns reservvalutastatus fanns även under Bretton Woods-systemet. En förenklad förklaring till dess fall är, att när USA mot slutet av 1960-talet övergav sin återhållsamma politik inriktad på låg inflation och extern balans kunde spänningarna inte hanteras inom de fasta växelkursernas ramar. Ett

fast växelkurssystem skulle därför ha sprängts även under 1980-talets amerikanska expansionspolitik. Avsaknaden av fasta växelkurser tillsammans med det flytande växelkurssystemets illusoriska löften kan dock ha bidragit till att förlänga och fördjupa avvikelserna från "jämviktskurserna".

Förändringsförslagen av det nuvarande växelkurssystemet centreras kring ett övervakningssystem – "surveillance" – av ett antal nyckelvariabler för den ekonomiska politiken eller etablerandet av målintervall – "target eller reference zones" – för de ledande valutornas tillåtna variationer mot varandra. Ett övervakningssystem är under utarbetande av Internationella Valutafonden. Målintervall för växelkursvariationerna kan jämföras med en global version av det västeuropeiska EMS, se kapitel 2. Dessa förslag måste dock anses vara i sin linda. USAs problem att nå en inhemsk enhetlig syn på såväl finanspolitiken i sig som kombinationen av finans- och penningpolitiken tillsammans med motsättningarna mellan USA och Japan—Västtyskland talar inte för ett snabbt införande av vare sig ett övervakningssystem med någon form av befogenheter eller målintervall för växelkurserna.

Slutsatsen blir därför, att den kommande anpassningsprocessen från obalans till balans kommer att äga rum under det nuvarande systemet med flytande växelkurser. Ett uttalande av ordföranden i Federal Reserve Bank of New York E. G. Corrigan summerar: ". . . Den omfattande misstron till det nuvarande systemet med flytande växelkurser kan förstås och vi måste vara lyhörda för förbättringsförslag, men tron att ett återupptagande av fasta växelkurser eller guld- eller varustandard skulle ge en magisk och smärtfri lösning på våra problem är rent dårskap", (Corrigan citerad av L. Melamed, Wall Street Journal 86-04-28).

Vad är dollarns "rätta" värde?

En stor del av anpassningsbördan från obalans till balans har sedan 1985 fallit på växelkurserna. Förutsättningarna för att framför allt finanspolitiken men också penningpolitiken i USA, Japan och Västtyskland skall ta över växelkursernas jämviktsskapande roll är ännu små. Även den fortsatta anpassningsprocessen lär därför till stor del komma att utspelas på valutamarknaden.

Först måste följande frågor besvaras. Leder verkligen en lägre dollarkurs till en förbättring av de internationella finansiella oba-

lanserna? Om svaret är ja, varför växte obalanserna både 1985 och 1986 då dollarkursen under dessa år nästan halverades mot yenen och D-marken? Här skall den ekonomiska teorins standard svar kortfattat tas upp. Utgångspunkten är följande samband för handelsbalansen och dess delar.

$$(4.1) H = P \cdot X - V \cdot P^* \cdot M$$

$$(4.2) X = X(P/V \cdot P^*, BNP^*)$$

$$(4.3) M = M(P/V \cdot P^*, BNP)$$

$$(4.4) P = P(\dots)$$

$$(4.5) P^* = P^*(\dots)$$

där H är handelsbalansen, P är prisnivå, X är exportvolym, V är växelkursen, M är importvolym, BNP är bruttonationalprodukten och $*$ står för utlandet.

Samband (4.1) visar identiteten för handelsbalansen; exportvärdet minus importvärdet. Samband (4.2) anger, att exportefterfrågan bestäms av relativpriset mellan inhemska och utländska varor uttryckt i gemensam valuta $P/V \cdot P^*$ och av omvärldens aktivitetsnivå BNP^* . Ju lägre inhemsk prisnivå i förhållande till omvärlden, dvs ju lägre relativpris och ju högre utländsk aktivitetsnivå, desto större exportefterfrågan. Importefterfrågan i samband (4.3) bestäms av samma relativpris och av den inhemska aktivitetsnivå. Ju högre relativpris och inhemsk aktivitetsnivå desto större importefterfråga. Sambanden (4.4) och (4.5) för bestämningen av de inhemska och utländska priserna lämnas tills vidare ospecificerade.

En depreciering eller devalvering innebär en högre växelkurs. V stiger. Relativpriset $P/V \cdot P^*$ faller. Exporten ökar och importen minskar. Volymförändringarna verkar därför för en förbättring av handelsbalansen. Samtidigt har dock importen blivit dyrare i den egna valutan. Volym- och prisförändringarnas nettoeffekt på handelsbalansen beror därför på efterfrågans priskänslighet. Ju större priskänslighet desto större volymförändringar och förbättring av handelsbalansen.

Ett standard svar på frågan varför obalanserna växte trots att dollarkursen halverades är, att växelkursförändringarnas genomslag på priserna sker snabbare än på export- och importvolymerna. Över tiden ökar exportefterfrågan och minskar importefterfrågan varför handelsbalansen förbättras på sikt. Denna tidspro-

fil av handelsbalansens förlopp efter en devalvering kallas för J-kurveffekten. Det omvända gäller efter en revalvering. Såväl USAs växande underskott som Japans och Västtysklands växande överskott åren 1985–86 passar in på denna förklaring.

Flera faktorer måste dock beaktas. En första avser, att för att en ökad exportefterfrågan skall kunna mötas med ökad produktion krävs ledig kapacitet. En andra avser den inhemska och utländska prisreaktionen på en växelkursförändring. En tredje avser utvecklingen av den andra förklaringsfaktorn utöver relativpriset i efterfrågesambanden – aktivitetsnivåerna.

Den amerikanska industrins kapacitetsutnyttjande låg under perioden 1984–86 på ca 80 procent. Denna siffra anger, att en icke obetydlig expansionspotential finns inför resten av 1980-talet.

Såväl de inhemska som de utländska priserna i respektive valuta påverkas av en växelkursförändring. Prissambanden (4.4) och (4.5) kan ifyllas med exempelvis förändringar av lönekostnader, produktivitet, importerade råvaror och marginalförändringar. För att försvara tidigare vunna marknadsandelvinster i USA kan förväntas, att de utländska producenterna sänker vinstmarginalerna, dvs den lägre dollarkursen slår ej helt igenom på relativpriset. Så skedde också under 1985 och 1986, speciellt av de japanska producenterna, men i mindre utsträckning av de västtyska. Detta beteende leder visserligen till att J-kurveffekten dämpas, men samtidigt blir anpassningsförloppet mera utsträckt i tiden.

Avgörande för en växelkursförändrings effekter på lång sikt är emellertid lönereaktionen. Den springande punkten är om löntagarna begär kompensation för de högre importpriserna. Sker detta kommer de inhemska priserna att stiga och relativpriset så småningom att återgå till läget före växelkursförändringen. I själva verket hävdas många gånger, att en växelkursförändring endast kan ge temporära effekter på relativpriserna och på export- samt importvolymerna. Exempel på detta återfinns i figurerna 5.1–5.4 i kapitel 5 avseende uppskattade effekter av en devalvering av den svenska kronan med tio procent. De positiva inledande devalveringseffekterna suddas ut över tiden. På lång sikt har allt återgått till ursprungsläget förutom alla priser som är tio procent högre. En liknande utveckling behöver visserligen ej följa i USA efter dollarkursens fall – det omvända med drastiskt fallande löner följde inte när dollarn steg – men riktar ändå

uppmärksamheten på den andra förklaringsfaktorn i sambanden (4.2) och (4.3) – aktivitetsnivåerna i USA och i övriga världen.

Sambanden (4.2) och (4.3) visar, att en lägre amerikansk aktivitetsnivå än i omvärlden, eller i dynamiska termer lägre amerikansk tillväxt, ökar USAs export och minskar importen. Detta för tillbaka till tillväxt- och växelkurskombinationerna i tabell 4.4 och till argumenten i "ordkriget": USA vill att Japan och Västtyskland skall expandera, höja aktivitetsnivån och öka importen från USA med flera länder, Japan och Västtyskland vill se en amerikansk finanspolitisk åtstramning för att minska den amerikanska aktivitetsnivån och därmed handelsbalansunderskottet.

Svaret på den inledande frågan blir därför utifrån de traditionella sambanden (4.1)–(4.5), beräkningarna i tabell 4.4 och ordkrigets argument, att enbart växelkursförändringar inte klarar av att ge ny balans, men att de samtidigt utgör en central del av den nödvändiga anpassningsprocessen.

Beräkningarna i kapitel 2 – se figurerna 2.4 och 2.5 – anger dollarns köpkraftsparitetskurser under 1987 till ca 1,85 mot såväl yenen som D-marken, (eller egentligen 185 mot yenen, som kursen traditionellt anges). Andra köpkraftsparitetsberäkningar hamnar ofta inom intervallen 190–210 mot yenen respektive 2,05–2,25 mot D-marken, även om också lägre kurser än 1,85 förekommer. Den samlade bilden är dock, att dollarn enligt köpkraftsparitetsberäkningar i mitten av 1987 är undervärderad mot yenen och D-marken. Innebär detta att dollarn nått sitt lägsta värde? Är en ny bestående dollaruppgång på väg?

Dollaruppgången som varade fram till i slutet av februari 1985 trotsade alla ekonomiska prognoser. Dollarprognoser för den fortsatta anpassningsprocessen bör därför omges av stor försiktighet. Sannolikt medverkade dock Reaganadministrationens dåvarande dollarsyn – marknaden har rätt och den allt högre dollarn är omvärldens positiva omdöme av den amerikanska politiken – till den tidigare kraftiga övervärderingen av dollarn. Den nya amerikanska dollarsynen – alltsedan Plazamötet i september 1985 – skulle på motsvarande sätt kunna tänkas leda till en lika kraftig undervärdering av dollarn. Med utgångspunkt från figur 2.5 skulle detta under de sista åren av 1980-talet innebära ned mot eller t o m under en ett-till-ett relation mellan de tre huvudvalutorna. Detta lär dock förhindras av såväl USA som de i stort

sett under hela tiden "växelkursmedvetna" Japan och Västtyskland. Slutsatsen är därför att framtidens dollarkurs ej kommer att visa lika stora avvikelser från "jämviktskursen" som under åren 1984–85. Samtidigt måste köpkraftsparitetskursen betraktas som jämviktskursen endast i det riktigt långa perspektivet.

USAs finansiella obalanser – såväl löpande bytesbalansunderskott som ackumulerade skulder – innebär att dollarn antingen under en kortare period (några år) kraftigt eller under en längre period (5–10 år) måttligt måste underskrida köpkraftsparitetskursen. Skulle dollarn kvarligga på köpkraftsparitetskursen stabiliseras visserligen handelsbalansunderskottet. Utgångslägets obalans innebär dock att bytesbalansunderskottet då växer med stigande räntebetalningar till utlandet. På detta vis skulle utlandsupplåningen fortsätta och utlandsskulden växa.

Beräkningar av vilken dollarkurs som krävs för att förhindra en sådan utveckling har med olika metoder och antaganden givit intervallen 135–150 mot yenen respektive 1,65–1,75 mot D-marken, (se *The Economist* 87-03-21). Vidare måste poängteras, att dessa erforderliga dollarkurser är beroende av den uppkomna obalansens storlek. Ju längre tid den faktiska dollarkursen överskrider den erforderliga, desto större blir utlandsupplåningen och utlandsskulden initialt och desto mer måste dollarn falla för att via förbättrad handelsbalans motverka stigande räntebetalningar. Till detta kommer inflationsdifferensen mellan USA och Japan–Västtyskland, vilken innebär att alla former av jämviktskurser för dollarn över tiden successivt faller mot yenen och D-marken. Slutsatsen är därför att dollarn "inte kommer tillbaka" förrän eventuellt på 1990-talet. Även en balanserad utveckling talar för en gradvis försvagning av dollarn under resten av 1980-talet och början av 1990-talet.

Även vid sidan av USAs Baker – "... valutahandlare är övertygade om att han är beredd att låta dollarn falla till 1,50 D-mark och 125 yen om Västtyskland och Japan inte gör mer för att stimulera tillväxten", (*Wall Street Journal* 87-02-16) – finns andra amerikanska röster för en fortsatt dollarförsvagning. Den tidigare ordföranden bland presidentens ekonomiska rådgivare professor M. Feldstein skrev: "... Dollarn behöver falla till 120 yen och 1,50 D-mark för att ge balans i USAs export och import. Då återstår ändå ett amerikanskt behov av utländskt kapital på 60 miljarder dollar per år för att betala räntor och utdelningar på

utlandsskulden. Är de utländska finansiärerna ovilliga att ge denna årliga nya kredit måste dollarn falla ännu mera" (Wall Street Journal 87-02-20). Nobelpristagaren Paul Samuelson uttalade: "... Vi kan inte utesluta, att kanske behövs dollarkursen 120 mot yenen för att återställa jämvikt", (Reuter 87-04-10). Det kan även noteras, att Alan Greenspan i maj 1987 – strax innan han utsågs till ny FED-chef – uttalade, att den fundamentala utvecklingen krävde en ytterligare dollarförsvagning. Efter utnämningen svängde Greenspan snabbt till åsikten att dollarfallet var tillräckligt.

Sammanfattningsvis ger konventionella beräkningar att dollarn i mitten av 1987 är undervärderad mot yenen och D-marken enligt köpkraftsparitetsteorin. För att undvika en ständigt växande utlandsskuld måste denna undervärdering bestå under många år. Vidare innebär den högre amerikanska inflationstakten i jämförelse med Japans och Västtysklands, att dollarns köpkraftsparitetkurs successivt faller framöver.

Sammanfattning

Uppkomsten av de stora finansiella obalanserna mellan USA och Japan–Västtyskland kan ges flera förklaringar. Den viktigaste är frontalkollisionen mellan en mycket expansiv amerikansk och mycket stram japansk och västtysk finanspolitik under större delen av den första hälften av 1980-talet. Penningpolitiken var likaledes stram i Japan och Västtyskland. Detsamma gäller för USA. Den amerikanska omläggningen till en renodlad monetaristisk penningpolitik vid årsskiftet 1979–80 innebar t o m en kraftigare kursändring än i Japan och Västtyskland. Senare övergavs denna inriktning i USA och en något lättare penningpolitik inleddes.

Resultatet av Reaganadministrationens finanspolitiska expansion blev en mäktig amerikansk efterfrågestimulans. USA fungerade som "buyer of last resort". Den egna produktionen expanderade kraftigt samtidigt som den amerikanska marknaden formligen översköldjades av importerade varor. Ett växande budgetunderskott gick hand i hand med allt större handels- och bytesbalansunderskott. Utvecklingen förstärktes av Reaganadministrationens dåvarande dollarsyn. Alltför stor tillit till marknadskraf-

ternas verkan under ett flytande växelkurssystem och en felaktig syn på USA som en sluten ekonomi gjorde att den allt starkare dollarn välkomnades i Washington.

Mycket riktigt kom den första brytpunkten av dollarns ständigt stigande kursutveckling efter japanska och västeuropeiska interventioner i slutet av februari 1985. Först i september samma år, vid det s k Plazamötet, ändrades den amerikanska dollarsynen. Samstämmigheten mellan USAs, Japans och Västtysklands finansministrar och centralbanker förbyttes dock snart i stor oenighet. Ordkrig, valutakrig och tendenser till handelskrig mellan de tre huvudaktörerna har präglat det internationella "samarbetet" alltsedan sommaren 1986.

Bokslutet över den ekonomiska utvecklingen under 1980-talets första hälft i USA, Japan och Västtyskland inrymmer många "stjärnor och bockar". Amerikanerna kan provokativt fråga vad som hade hänt med skuldkrisen efter Mexicos prekära situation år 1982 eller hur många fler de redan idag 19 miljoner arbetslösa i Västeuropa hade varit utan USAs draghjälp. Japan och Västtyskland kan peka på att deras politik är mera långsiktigt inriktad. De har lyckats uppnå åtminstone en god tillväxt helt utan inflation och med sunda finanser, kanske t o m USAs våldsamma expansion delvis förhindrade deras eller åtminstone tvingade fram den helt USA-exportorienterade utvecklingen.

Det centrala idag är visserligen ej den historiska utvecklingen utan den kommande. Historien påverkar dock framtiden genom dels utgångslägets löpande obalanser och ackumulerade skuld- och tillgångsberg, dels påverkan av de tre huvudaktörernas inställning till nödvändiga åtgärder.

De finansiella obalansernas utgångsläge vid mitten av 1987 kan illustreras med utgångspunkt från USAs situation. Det federala budgetunderskottet är drygt 200 miljarder USD och handels- samt bytesbalansunderskotten ca 150 miljarder USD. USAs utlandsskuld uppgick vid slutet av 1986 till ca 250 miljarder USD — den största i absoluta tal i världen, större än exempelvis Mexicos och Brasiliens tillhoppa — och växer således varje år med bytesbalansunderskottets storlek. Det mest anmärkningsvärda är, att USAs exportvärde endast utgör ca 60 procent av importvärdet.

Spegelbilden till USAs löpande underskott och utlandsskuld är främst Japans och Västtysklands överskott och tillgångar i utlan-

det. En liknande situation för såväl överskott som tillgångar kännetecknar även Taiwan. Japans exportvärde motsvarar hela 182 procent av importvärdet. För Västtyskland – världens största exportland, men samtidigt även näststörsta importland – är relationen 127 procent. Taiwans bytesbalansöverskott, varav nästan allt härrör från handeln med USA, motsvarar närmast osannolika 20 procent av landets bruttonationalprodukt.

Att vända dessa obalanser är en formidabel uppgift för politiker, centralbankerna och marknaderna. Ändå kommer vändningen att äga rum. Frågorna är på vilket sätt och hur snabbt?

Utgångsläget obalans och dynamik i form av växande ränteströmmar på ackumulerade skulder och tillgångar innebär, att om en vändning av USAs löpande underskott inleds under 1987 måste handelsbalansen förbättras med ca 200 miljarder USD för att ge jämvikt i bytesbalansen någon gång under 1990-talets inledande hälft. Detta motsvarar i runda tal en fördubbling av exportvärdet år 1986. En annan jämförelse är, att förbättringskravet motsvarar mer än hela värdet av Sveriges årliga bruttonationalprodukt. På vilka marknader och produkter kommer förbättringen att ske?

I utgångsläget visar USAs bilaterala handel underskott med samtliga handelsblock. Förbättringar lär också ske över hela fältet. Underskottens och marknadernas storlek liksom de olika handelspartnernas ekonomiska situation sorterar dock ut Japan och Västtyskland samt det övriga Västeuropa som de marknader där den avgörande förbättringen i form av växande export och krympande import kommer att ske. Kanada, Latinamerika och de asiatiska NIC-länderna, med Taiwan undantaget, kan av gemensamma eller specifika skäl, exempelvis Latinamerikas skuld-kris, ej förväntas kunna motta en kraftig amerikansk exportoffensiv eller tillåtas minska försäljningen till den amerikanska marknaden annat än i mindre omfattning.

Återstår gör därför framför allt Japan och Västeuropa. USAs handelsunderskott på dessa marknader uppgick år 1986 till 90 miljarder USD mot ett överskott – helt på Västeuropa – år 1980 på 6 miljarder USD. För att nå jämvikt i bytesbalansen några år in på 1990-talet måste därför denna historiska omsvängning slå tillbaka, och med dubbel styrka. USAs handel med Japan och Västeuropa måste ge ett överskott på mellan 50 och 100 miljarder USD för att uppväga kvarvarande underskott på andra mark-

nader och stigande räntebetalningar på utlandsskulden. Enbart på handeln med Japan och Västeuropa kommer således förändringarna av USAs export- och importvärde att innebära en omsvängning mellan ca 150 och 200 miljarder USD.

Denna omsvängning kommer dessutom till allra största delen att avse handeln med bearbetade varor. USAs traditionella överskott i handeln med jordbruksvaror har försvunnit och lär ej komma tillbaka under överskådlig framtid. USAs oljeimportnota lär stiga framöver. Återstår således exportökningar och importminskningar av bearbetade varor främst i handeln med Japan och Västeuropa i storleksordningen 150 à 200 miljarder USD.

Aritmetiken talar för att dessa siffror i stort sett är riktiga. Konsekvenserna för handelsströmmarna är dramatiska. Några allmänna slutsatser förtjänar att understrykas.

Många företag – inte minst svenska – har under 1980-talets första hälft uppnått betydande marknadsframgångar i USA och samtidigt ett ökat beroende till den amerikanska marknaden. De företag som tagit strategiska långsiktiga beslut att basera en fortsatt expansion främst på USA kan komma att bli grymt besvikna. Amerikanska företag – eller mera exakt företag med produktion i USA – kommer med nödvändighet att bli svåra konkurrenter i USA och på andra marknader. Exempel på detta är den japanska bilindustrins intåg i USA. Tre japanska biltillverkare har redan produktion i USA och fem nya beräknas tillkomma till 1990. USAs export av bearbetade varor – sannolikt även av bilar – kommer att öka kraftigt och importen kommer att minska. En strategi inriktad på försäljning i men produktion utanför USA får kämpa i dubbel motvind – krympande marknad och marginaler.

Det kommer att ta tid, men på 1990-talet blir Japan den stora expanderande importmarknaden. Detsamma gäller, om än i mindre utsträckning, för de asiatiska NIC-länderna. Det är därför hög tid för företagen att fatta strategiska beslut om ökad satsning på den japanska marknaden.

Även Västeuropas importmarknad kommer att växa snabbt framöver. Denna utveckling kan till viss del redan sägas ha påbörjats under 1986, och kommer således att fortsätta under många år.

För svenska företag är det därför nödvändigt med ett nytänkande. USA-marknaden kommer ej att expandera som tidigare, i stället sannolikt krympa, och konkurrensen från producenter i

USA kan bli övermäktig. Nytänkandet avser en nyorientering med mindre tonvikt på USA och mera tonvikt – i det korta perspektivet – på Västeuropa och – i det längre perspektivet – på Japan och de asiatiska NIC-länderna.

Anpassningsprocessens utseende från obalans till balans av- görs av de ekonomisk politiska dispositionerna i USA, Japan och Västtyskland. De allmänna kännetecknen är klara. En stramare amerikansk politik skall hålla tillbaka den inhemska efterfrågan men öka produktionen. En lättare japansk och västtysk politik skall främst släppa fram den inhemska efterfrågan men också produktionen.

Problemet är, att ännu i mitten av 1987 saknas de politiska förutsättningarna för resoluta förändringar i linje med de allmän- na kännetecknen. USAs finanspolitiska situation är låst mellan en president som vägrar höja skatterna och en kongress som höjer utgifterna. Tillräckligt starka återhållsamma krafter för att be- mästra den växande utlandsskulden saknas, bl a genom att dol- lars reservvalutastatus gör att utlandsupplåningen sker i den egna valutan, åtminstone ännu så länge. En eventuellt frestande inflationistisk utväg skulle göra den ackumulerade utlandsskul- den lättare att hantera, men påskynda "Reagan bonds" och skic- ka upp de amerikanska långa räntorna varför en ny stagflationis- tisk period skulle kunna följa med hög inflation, låg tillväxt och växande arbetslöshet.

Den japanska stabiliseringspolitiska situationen kompliceras av behovet av strukturella förändringar. Även om en mer expan- siv finans- och/eller penningpolitik kommer lär de strukturella förändringarna ta tid att genomföra och ge effekt. I Västtyskland – i detta sammanhang delvis representant för Västeuropa i stort – synes nödvändiga förändringar främst vara av stabiliserings- politisk natur. En expansivare politik hålls dock tillbaka av de negativa erfarenheterna från 1970- talets "lokomotivtanke" och av det välkända inflationshatet. "Moment 22" i relationerna mellan Västtyskland och USA kan dock delvis karakteriseras som att ingen vill ta första steget. Västtyskland vill först se en ameri- kansk åtstramning därefter kan en lättare politik inledas, och vice versa för USA.

Den låsta finans- och penningpolitiska situationen har lyft och lyfter fram de fritt flytande växelkurserna som den främsta jäm- viktsskapande mekanismen. Fortsatta valutafluktuationer är där-

för en säker prognos. En lika säker prognos lär vara att dollarn inte ”kommer tillbaka” förrän på 1990-talet. Växelkursernas andel av den fortsatta anpassningsprocessen beror på hur länge det dröjer innan de finans- och penningpolitiska knutarna mellan USA och Japan-Västtyskland löses och hur snabbt främst den nästa amerikanska administrationen vill få ned USAs löpande underskott och eventuellt utlandsskuld. Ingen lär vilja se en alltför snabb anpassning från obalans till balans. USA är visserligen helt beroende av utländskt kapital, men uttrycket ”tiotusen i skuld är ett problem för låntagaren, en miljon är ett problem för banken” är i hög grad tillämpligt för omvärldens relationer med USA.

Anpassningsprocessens största risker är dels ett eskalerande handelskrig, dels en kraftig amerikansk recession. Ett handelskrig med höjda tullar eller andra icke-tariffära handelshinder skulle innebära en radikal förändring av efterkrigstidens internationella relationer. Riskerna med en sådan utveckling har jämförts med 1930-talets depression.

En kraftig amerikansk recession med negativa följd effekter på omvärlden kan ej uteslutas. Det brukar ofta poängteras, att varje nytillträdande amerikansk administration helt fokuserar de inhemska problemen. Först mot slutet av regeringsperioden – när eventuellt tidigare försummelser leder till problem – ökar intresset för internationella frågor. En ny president skulle kunna tänkas vilja börja med ett ”rent bord” och snabbt strama åt politiken. Den efterföljande recessionen kan skyllas på tidigare och ärvda problem. Inför omvalet utvecklas därefter ekonomin i en mer positiv riktning och de internationella frågorna får ökad vikt.

Det finns således en stor risk, att världskonjunkturen blir sämre innan den blir bättre. Men även utan handelskrig och en amerikansk recession blir anpassningsprocessen mycket kännbar speciellt för USA och Japan, men även för Västtyskland och världen i övrigt. Sker den stora omsvängningen av USAs handelsbalans med storleksordningen 200 miljarder USD kan jämvikt nås i den amerikanska bytesbalansen under 1990-talets första hälft. Kvar är ändå ackumulerade stora skuld- och tillgångsberg att under många år underhålla respektive att underhållas av.

5 Effekter på Sverige

De finansiella obalanserna är i första hand ett problem mellan USA och Japan—Västtyskland. Sverige och andra mindre länder står vid sidan av. Men självklart har utvecklingen mot obalans kommit och kommer anpassningsprocessen mot ny balans att påverka Sveriges ekonomi.

Den internationella utvecklingen påverkar Sverige via flera kanaler. Av allra största betydelse är tillväxten av OECD-områdets BNP och av världshandeln. Diskussionen är här emellertid strikt avgränsad till effekterna via den svenska kronans utveckling.

Ett första avsnitt redogör för riksbankens valutapolitik. Därefter behandlas tre problem med den nuvarande valutapolitiken. Ett avslutande avsnitt tar upp olika förslag till ändrad valutapolitik.

Riksbankens valutapolitik

Efter Bretton Woods systemets fall i mars 1973 anslöts den svenska kronan till det västeuropeiska sk valutaormsamarbetet — föregångaren till EMS. Detta innebar en fast växelkurs mot den ledande "ormvalutan" D-marken. En alltför snabb svensk löne- och prisökningstakt i jämförelse med den västtyska framkallade spänningar och två mindre devalveringar inom ormsamarbetets ram i oktober 1976 och i april 1977, (jämför även diskussionen i anslutning till figur 2.5). Devalveringarna förslog emellertid inte. Den 29 augusti 1977 lämnades det västeuropeiska valutasamarbetet och den nuvarande valutapolitiken inleddes. Den svenska kronan fick ett fast värde mot ett vägt index av de 15 viktigaste valutorna i Sveriges utrikeshandel. I samband med övergången devalverades kronan med 10 procent mot valutaindex. Senare följde två ytterligare devalveringar av kronan mot valutaindex — i september 1981 med 10 procent och i oktober 1982 med 16 procent. Därefter har den svenska kronans värde legat fast mot valutaindex.

Valutornas betydelse eller indexvikter avspeglar – med undantag för dollarn – den bilaterala handelns storlek. Dollarns speciella roll i internationella transaktioner motiverar att den givits dubbel vikt. Vikterna revideras årligen allt efter handelsströmarnas förändringar. Valutaindex' riktmärke är – sedan devalveringen i oktober 1982 – 132. Kronan tillåts variera mellan 130 och 134. Ett högre (lägre) indexvärde innebär en svagare (starkare) krona.

Tre problem med valutapolitiken

Den nuvarande valutapolitiken har såväl fördelar som nackdelar. Här skall tre nackdelar eller problem belysas. Problemen är förknippade med de kraftiga växelkursrörelserna i de finansiella obalansernas tecken.

Det första problemet avser innebörden av kronans fasta värde. Valutaindex ligger visserligen fast, men de 15 korgvalutornas enskilda kurser uppvisar kraftiga förändringar. Kursutvecklingen från det berömda Plazamötet i september 1985 fram till mars 1987 spänner över en försvagning av kronan i storleksordningen 20 procent mot yenen, D-marken och vissa andra västeuropeiska valutor till en lika stor förstärkning mot USA- och Kanadadollarn. Motsvarande extremer sedan november 1982 – månaden efter den stora devalveringen – fram till mars 1987 är en försvagning med nästan 50 procent mot yenen och en förstärkning med 20 procent mot Kanadadollarn och Spaniens peseta. Den svenska kronans värde har därför – utöver mot valutaindex – endast varit fast mot den finska marken, se tabell 5.1.

Ett viktigt argument för en fast växelkurs är, att härigenom ges stabila förutsättningar för utrikeshandeln. Den faktiska utvecklingen är en följd av indexkonstruktionen och även varje alternativ utformning av valutapolitiken skulle ha inneburit stora kursrörelser under dessa oroliga år. En första invändning mot den nuvarande valutapolitiken är ändå om den har givit den önskade stabiliteten för utrikeshandeln.

Det andra problemet sammanhänger med att de bilaterala handelsvikterna och den dubbla dollarvikten i riksbankens valutaindex ej speglar den svenska exportindustrins konkurrensförhållanden. Speciellt bortses från konkurrensen i tredjelandshandeln

Tabell 5.1 *Korgländernas vikter enligt olika beräkningar och växelkursförändringar mot kronan.*

Valuta/land	Vikt i riksbankens valutaindex (fr o m 870401)	Vikt i Kommers- kollegiums ”konkurrens- index”	Andel av Sveriges varuexport 1986	Andel av Sveriges varuimport 1986	Procentuell förändring mot den sven- ska kronan (månadsmedelkurser)		
					sep-85 nov-82	mars-87 sep-85	mars-87 nov-82
USD USA	22,8	13,2	11,3	7,8	11,9	-23,6	-14,5
DEM Västtyskland	15,6	22,2	11,6	20,5	0,7	18,2	19,0
GBP Storbritannien	12,2	8,4	10,4	10,5	- 6,5	-10,9	-16,7
NOK Norge	9,2	1,6	11,2	5,6	- 2,9	- 7,9	-10,6
DKK Danmark	7,8	2,4	8,0	6,8	- 2,4	13,4	10,7
FIM Finland	6,5	2,0	6,1	6,8	2,9	2,1	5,1
FRF Frankrike	5,2	9,7	5,1	5,2	- 6,7	8,2	1,0
NLG Nederländerna	4,7	5,6	4,6	4,3	- 2,6	17,9	14,8
ITL Italien	3,6	7,2	3,4	3,9	-13,7	11,4	- 3,9
BEC Belgien	3,6	6,4	4,1	3,1	- 3,9	15,8	11,2
JPY Japan	3,1	10,7	1,4	5,5	24,6	19,4	48,8
CHF Schweiz	2,0	3,3	2,0	2,2	5,3	16,1	22,2
ATS Österrike	1,3	2,1	1,1	1,4	0,5	18,3	18,9
ESP Spanien	1,3	1,5	1,5	1,3	-21,1	0	-21,1
CAD Kanada	1,1	3,6	1,5	0,6	- 0,2	-20,6	-20,7
Övriga	—	—	16,7	14,5	—	—	—
	100,0	100,0	100,0	100,0			

– att svenska företag konkurrerar med exempelvis västtyska inte bara i Sverige och Västtyskland utan också i Norge med flera länder.

Kommerskollegium har konstruerat ett valutaindex med hänsyn också till tredjelandshandeln. De 15 korgvalutornas vikter är i detta index radikalt annorlunda än i riksbankens, se tabell 5.1. Även Konjunkturinstitutet har konstruerat ett liknande index som Kommerskollegium. Följaktligen visar dessa två index i stort sett identiska vikter.

Av särskild betydelse är, att de fyra valutor som fallit mot kronan sedan Plazamötet i september 1985 – USA- och Kanada-dollar, pundet och den norska kronan – ur konkurrenssynpunkt väger för tungt i riksbankens valutaindex. Detta innebär, att den svenska kronan har försvagats väsentligt mer än vad som kan motiveras från den svenska industrins konkurrenssituation. Riksbankens valutaindex visar små variationer – inom det tillåtna intervallet – sedan Plazamötet, medan Kommerskollegiums index visar en konkurrensvägd devalvering med ca 6 procent fram till i början av 1987.

Utvecklingen förklaras tydligare med sammanställningen i tabell 5.2.

Tabell 5.2 *Korgvalutornas vikter enligt riksbanken och Kommerskollegium.*

	Riksbanken	Kommerskollegium
1a EMS	40,5	53,5
1b EMS + CHF + ATS + JPY	46,9	69,6
2 USD + CAD	23,9	16,8
3 GBP + NOK	21,4	10,0
4 FIM + ESP	7,8	3,5

Av tabellen framgår, att EMS-valutorna inklusive yenen och de ”D-marksanknutna” CHF och ATS i riksbankens valutaindex endast har vikten 46,9 procent mot konkurrensvikten 69,6 procent. De övriga tre valutablocken är övervärderade i riksbankens valutaindex.

Den dubbla dollarvikten har pekats ut som den viktigaste orsaken till den konkurrensvägda devalveringen. Tabell 5. 2 visar, att minst lika viktig är vikterna för pundet och den norska kronan. Utifrån Kommerskollegiums vikter kan påstås, att visserligen är Norge en stor handelspartner – framförallt som exportmarknad

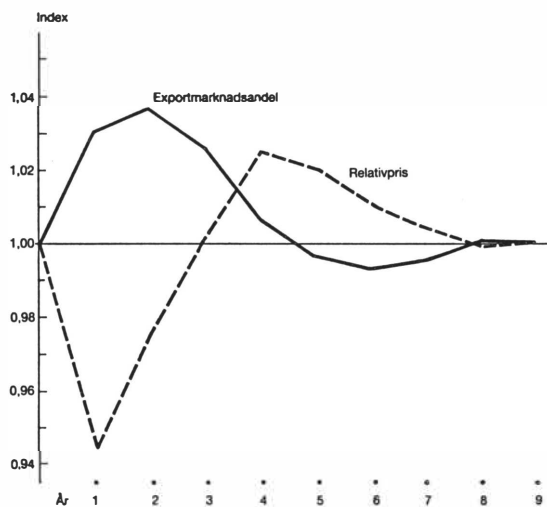
och för oljeimporten – men svensk industri konkurrerar ej med den norska. I Norge liksom på många andra marknader domineras konkurrensen av västtyska och japanska företag. Något tillsatsat kan påstås, att svenska kronan har försvagats för att oljeprisrasen har dragit med sig pundet och den norska kronan. ”Och Sverige är ju oljeexportör”.

Endast ett ”OPEC IV” med omvända förtecken mot ”OPEC III” lär skicka upp de två ”oljevalutorna” på nytt. Vidare har den tidigare analysen visat, att dollarn har fallit och yenen och D-marken stigit för att inte vända tillbaka. Följaktligen kommer den svenska kronans konkurrensvägs devalvering om ca 6 procent inte att försvinna.

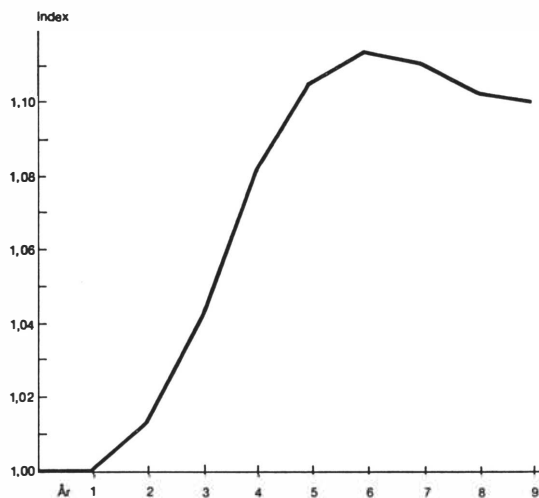
Den naturliga frågan blir: behöver den svenska exportindustrin denna nya devalveringsinjektion efter 1982 och 1981 års devalveringar om 16 respektive 10 procent? Devalveringen ger visserligen ytterligare visst andrum för den ekonomiska politiken, men samtidigt går den stick i stäv med ambitionen att växla ned den svenska löne- och prisökningstakten till omvärldens nivå. Företagens motstånd till en hög löneglidning minskar. Mycket riktigt står löneglidningsproblemet i centrum för den ekonomiska debatten.

Ett exempel på en uppskattning av effekterna av en 10-procentig devalvering av den svenska kronan framgår av figurerna 5.1–5.4. Den första figuren visar, att relativpriset mellan svenska och utländska varor faller inledningsvis och marknadsandelen stiger med den förbättrade konkurrenskraften. På sikt stiger lönekostnaderna – genom centrala avtal och löneglidning – och de inhemska priserna. Konkurrensfördelen försvinner och marknadsandelen återgår till utgångsläget. Dessförinnan infaller t o m en temporär försämring i jämförelse med utgångsläget före devalveringen. Figur 5.2 visar effekterna på den inhemska prisnivån. På lång sikt stiger priserna med hela devalveringen. Den reala produktionsnivån i figur 5.3 stiger initialt med den ökade exportvolymen. På sikt finns inga reala effekter av devalveringen. Avslutningsvis visar figur 5.4 en tydlig J-kurveffekt för utvecklingen av handelsbalansen – en temporär försämring följs av en temporär förbättring. Enligt detta exempel har således en devalvering inga bestående reala effekter. På lång sikt har enbart priserna stigit med devalveringens storlek.

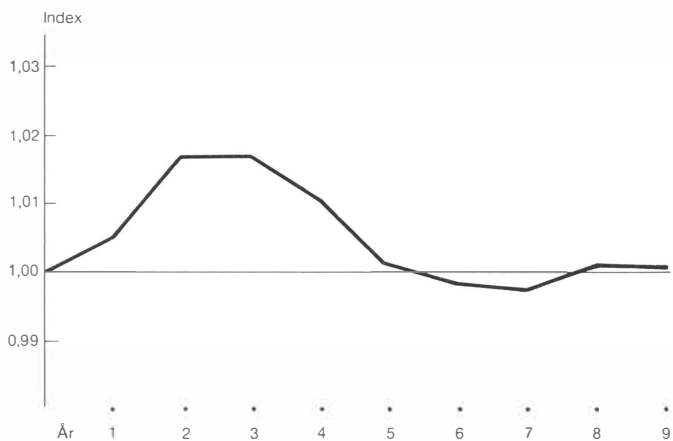
Figur 5.1 *Relativpriset mellan svenska och utländska varor.*



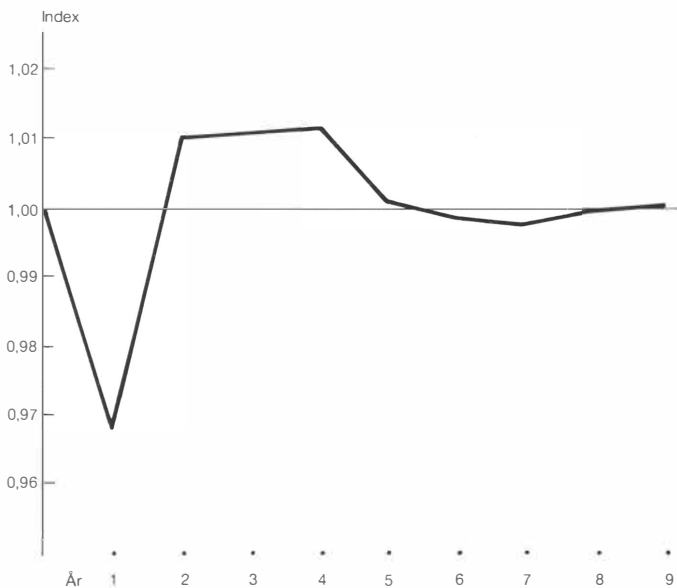
Figur 5.2 *Effekterna på den inhemska prisnivån.*



Figur 5.3 Den reala produktionsnivån.



Figur 5.4 Utvecklingen av handelsbalansen.



En andra invändning mot den nuvarande valutapolitiken är därför, att den kan bidra till att permanenta en alltför hög svensk löneökningstakt. Till viss del liknar utvecklingen, att man vill både äta kakan (acceptera den konkurrensvägda devalveringen) och behålla den (få ned löne- och prisökningstakten).

Det tredje problemet gäller importprisutvecklingen i svenska kronor. Av den svenska varuimporten kommer endast en fjärdedel från de fyra länder vars valutor har fallit i värde mot kronan sedan Plazamötet i september 1985. Huvuddelen kommer således från de länder vars valutor har stigit i värde mot kronan. Enbart från Västtyskland kommer exempelvis en femtedel av den svenska varuimporten, och D-marken har blivit ca 20 procent dyrare mot kronan.

En tredje invändning mot den nuvarande valutapolitiken är därför, att den kan bidra till att importprishöjningar ytterligare trissar upp den inhemskt generade inflationstakten.

Korgvalutorna motsvarar ca 85 procent av såväl Sveriges varuexport som varuimport. Tas hänsyn även till resterande 15 procent av utrikeshandeln dämpas effekterna på konkurrenskraften och importpriserna, men huvuddelen kvarstår. De tre problemen är därför påtagliga.

Alternativ valutapolitik

Tre alternativ till den nuvarande valutapolitiken har framförts i den ekonomiska debatten: låta kronan flyta fritt, revalveringsstrategi med oförändrad valutakorgkonstruktion och ändrad valutakorg.

Det första alternativet – att låta kronan flyta fritt – har framförts av exempelvis Brookingsrapporten, (se ”The Swedish Economy”, eds. B P Bosworth och A M Rivlin, The Brookings Institution, 1987). Detta alternativ saknar emellertid helt stöd bland såväl svenska ekonomer som politiker och riksbanksföreträdare.

Det andra alternativet – revalveringsstrategi – har föreslagits av ett antal ekonomer. Utgångspunkten är, att svensk industri ej behöver ytterligare stimulans via växelkurspolitiken. Detta förhindrar ej att andra åtgärder av strukturell och långsiktig natur kan vara nödvändiga, exempelvis på skatteområdet, men den sexprocentiga konkurrensvägda devalveringen från september

1985 fram till början av 1987 kan ställa till mera skada än nytta. En begränsad revalvering med bibehållen korgkonstruktion skulle kunna vara rätt åtgärd för att växla ned den svenska löne- och prisökningstakten till omvärldens nivå.

Det tredje alternativet innebär, att korgens sammansättning förändras. Förespråkarna har lyft fram en svensk anslutning till valutasamarbetet EMS. På detta vis skulle den konkurrensvägda devalveringen sedan Plazamötet accepteras, men kraven skärps inför den framtida utvecklingen. EMS-alternativet lär bli fortsatt debattämne framöver om det brittiska pundet ansluts, vilket även skulle kunna leda till att den norska kronan går samma väg. Med en sådan utveckling kvarstår endast den finska marken och Spaniens peseta utanför EMS av de västeuropeiska valutorna i den svenska valutakorgen, om hänsyn tas till att schweizerfrancen och österrikiska schillingen de facto är knutna till D-marken.

Regeringen och riksbanken är dock kallsinniga till alla tre alternativen. Framförallt betonas – och med rätta – att Sveriges devalveringshistoria kräver, att växelkurspolitiska experiment undviks, dvs att en fast valutapolitisk regim som inger förtroende på valutamarknaden följs. Detta sorterar visserligen ut alternativet med flytande växelkurs, men knappast de två andra – en begränsad revalveringsstrategi eller närmare anknytning till EMS-valutorna.

Register

- Angell W., 40
Appreciering, 22
Arbitrage, 26, 51
Asset-modeller, 25, 27, 76, 80
Avista, 25, 28, 36
- Baker J., 78, 81, 83, 86, 88, 122
Bank of Japan, 44, 75, 78, 87,
88, 117
Betalningsbalans, 19
Board of Governors, 39
Bretton Woods-systemet, 29, 57,
115, 129
Bubbelproblemet, 28
Bundesbank, 47, 59, 75, 78, 84,
85, 114
Bytesbalans, 17
- Carter J., 60, 109
Carteradministrationen, 54, 56,
57, 58, 88, 108
Carter bonds, 58, 88, 117
Centralbanksupplåning (Borrow-
ing at the discount window),
41
Chirac J., 82, 85
Commercial paper, 42
Continental Illinois, 41
Corrigan E.G., 118
Craig P., 110
- Dennis B., 43
Depreciering, 22, 119
Devalvering, 22, 119, 129, 133
Direktorium, 48
Diskonto, 41, 46, 49
- Economic Recovery Tax Act
(ERTA), 60, 107
- Euromarknad, 51
European Currency Unit (ECU),
31, 34
European Monetary System
(EMS) 29, 31, 32, 38, 82, 83,
84, 85, 114, 118, 132, 137
Eurosclerosis, 62
- Fabra P., 117
Fast växelkurs, 21, 115, 130
Federal funds rate, 41
Federal Open Market Commit-
tee (FOMC), 40
Federal Reserve Bank, 39
Federal Reserve System, the
(FED), 39, 75, 76, 87, 89,
110, 111, 117
Feldstein M., 122
Finansiellt sparande, 17
Fiscal drag, 60
Fisher-relationen, 27
Flytande växelkurs, 22, 115
Ford G., 110
Friedman M., 100
Försörjningsbalans, 16
- Gensakimarknad, 45
Gramm-Rudman lagen, 108
Greenspan A., 40, 110, 112, 123
- Heller R., 40
- Icke upplånade reserver (Non-
borrowed reserves), 42
Interbank, 37, 38, 45, 52
Irrationella förväntningar, 56
- J-kurveffekt, 120, 133
Johnson M., 40

- Kapitalbalans, 18
- Kassakvot, 48
- Kelley E., 40
- Kohl H., 86, 114
- Kvantitetsekvationen, 24
- Köpkraftsparitetsteorin (Purchasing Power Parity), 22, 27, 32, 52, 54, 76, 80, 115, 121, 122, 123
- Lafferkurvan, 60
- Landeszentralbank, 48
- Lawson D., 83, 87
- LIBOR, 52
- Lokomotivtanken, 57, 58, 112, 114, 127
- Lombardränta, 49
- Maekawa-rapporten, 113
- Meltzer A., 106
- Mitterand F., 33, 59
- Miyazawa K., 83, 86
- Monetaristisk penningpolitik, 43, 46, 60, 76
- Monetära ansatsen, 24, 27, 76, 80
- OPEC 57, 58, 59, 62
- Overshooting, 26, 27
- Plazamötet, 78, 121, 124, 130, 132, 138
- Portföljvalsteori, 117
- Prime rate, 42, 46
- Pöhl K.O., 48, 83, 85, 86
- Reagan R., 40, 60, 76, 77, 88, 108, 109
- Reaganadministrationen, 54, 56, 76, 77, 88, 102, 107, 108, 116, 121, 123
- Reagan bonds, 88, 89, 111, 117, 127
- Realignment, 32
- Repa, 45, 49
- Reservkrav, 41, 46, 49
- Reservvaluta, 33, 47, 116
- Revalvering, 22, 120, 138
- Riksbanken, 132, 138, 139
- Ränteparitetsteorin, 25, 28, 52
- Samuelson P., 123
- Schlesinger H., 48, 81
- Seeger M., 40
- Smithsonian överenskommelsen, 29
- Stagflation, 58, 127
- Statsskuldsväxel, 42
- Stoltenberg G., 82, 83, 114
- Straffränta, 41, 46
- Sumita S., 45, 89
- Swap, 52
- Termin, 25, 28, 36, 38, 51, 116
- Thatcher M., 38, 59
- Tobin J., 115
- Treasury, 42, 111
- Treasury bills, 42
- Undervärderad valuta, 56
- Valutabank, 38
- Valutaflöde, 19, 21
- Valutafuture, 36, 37
- Valutakorg, 29, 32, 138
- Valutakurs, 20
- Valutaoption, 36, 37
- Valutaormsamarbetet, 29, 55, 124
- Valutareserv, 19
- Volcker P., 40, 43, 60, 76, 77, 78, 83, 87, 88, 109, 110, 111
- Växelkurs, 20
- Wertpapierpensionsgeschäfte, 48
- Zentralbankrat, 47
- Öppna marknadsoperationer, 42, 46
- Övervärderad valuta, 56

Världsekonomin kännetecknas av stora finansiella obalanser mellan USA och Japan-Västtyskland. Stor oro råder på de internationella finansmarknaderna. Det är uppenbart att anpassningen för att uppnå ny balans kommer att dominera utvecklingen in på 1990-talet.

Dag Lindskog beskriver och analyserar i denna bok uppkomsten av obalanserna. Författaren beskriver också formerna för den förestående anpassningsprocessen mot ny balans. Speciell tonvikt läggs på växelkursernas roll. Till boken hör också allmängiltiga avsnitt om valutateori och valutapraktik.

Dollarns uppgång och fall är avsedd att användas som en allmän orientering i ämnet i banker, företag och som introduktionsbok vid universitet och högskolor.

Dag Lindskog, fil dr, är verksam vid Sparbankernas Banks ekonomiska sekretariat.