

## Varning för variabla växelkurser!

*En liten öppen ekonomi med Sveriges system för pris- och lönebildning kan inte engagera sig i en aktiv växelkurspolitik, menar Johan A Lybeck. Detta gäller såväl flytande kurser som devalveringar inom ett fast system. I stället måste det inhemska konkurrensläget bibehållas gentemot utlandet.*

Under de senaste fem åren har Sverige devalverat kronan fyra gånger. Fördelarna och nackdelarna med en aktiv växelkurspolitik har debatterats flitigt i våra dagstidningar. Devalveringen hösten 1981 fick både ros och ris utan att det klargjordes egentligen varför en del ekonomer var skeptiska till devalveringen, medan andra var mer entusiastiska. De möjligheter som riksbanken har att i dagsläget låta kronan flyta upp (apprecieras) mot andra valutor för att möta utländska inflationsimpulser har också berörts i dagspressen.

Men Sverige har inte bara ändrat kronans relation till valutorna i omvärlden; vi har också bytt växelkurssystem inte mindre än tre gånger under de senaste tio åren. 1973, när Bretton Woods-systemet brakade samman, lämnade vi den fasta anknytningen till dollarn för att i stället knyta oss till D-marken inom det s k orm-samarbetet. Denna koppling bibehölls dock endast fram till 1977. Eftersom Sverige inte bedrev en lika stram ekonomisk politik som Västtyskland och hade en snabbare inflationstakt, borde kronan successivt ha skrivits ned (deprecierats) mot marken. Men i stället var vi fast knutna till D-marken och drogs därigenom upp mot andra valutor som inte var med i ormsamarbetet. Mätt mot den s k valutakorgen apprecierade kronan med inte mindre än ca 11 procent under

åren 1974—76. Från hösten 1976 till hösten 1977 vidtogs tre devalveringar, som effektivt sänkte kronans värde mot andra valutor med ca 15 procent.

Den största delen av dessa devalveringar bestod därför i att växelkursen återfördes till det genomsnittliga läge den hade i början på 70-talet. Endast till en mindre del kan växelkursanpassningen sägas ha korrigerat de inhemska kostnadsförskjutningar som skedde under samma år.

Från hösten 1977 till hösten 1981 upprätthöll riksbanken en fast kurs gentemot ett vägt genomsnitt av utländska valutor, den s k valutakorgen. Men detta är inte samma sak som att vår genomsnittliga konkurrenskraft gentemot omvärlden bibehölls. Dollarns vikt i valutakorgen är dubbelt så stor som den som motsvarar dess värde i utrikeshandeln. Den starka dollarn drog därför under 1981 med sig kronan upp gentemot valutorna i Västeuropa. Devalveringen hösten 1981 vidtogs därför av tre olika skäl. För det första hade vi ännu inte helt undanröjt effekterna av kostnadsexplosionen 1974—76. För det andra fick vi 1980 en förnyad ökning i våra kostnader jämfört med omvärlden. Och för det tredje apprecierades således kronan gentemot de flesta västeuropeiska valutor under 1981. Med den devalvering som vidtogs i höstas har däremot kostnadsläget nu åter-

förts till det läge det hade i början av 1970-talet.<sup>1</sup>

Växelkursen har således under de senaste åren kommit att spela en allt större roll i den svenska ekonomiska debatten. Samtidigt har den internationella forskningen kommit med många nya rön på området. Man skulle utan överdrift kunna säga att teorierna på växelkursområdet har reformerats kraftigt under de senaste fem åren, inte minst mot bakgrund av de erfarenheter som en period av rörligare växelkurser har givit. Tyvärr har inte de svenska ekonomerna varit särskilt aktiva när det gäller att sprida den nya kunskapen på svenska. Även i *Ekonomisk Debatt* har artiklar i ämnet i stort sett lyst med sin frånvaro. Bo Söderstens [1980] utmärkta sammanfattning är härvid ett lysande undantag.

Bo Söderstens framställning syftade till att beskriva de alternativ som växelkurspolitiken har, alltifrån helt flytande kurser till helt fasta. Syftet med min artikel är att föra tankegångarna vidare. När det gäller för ett land att välja växelkurssystem, bör man väga in olika faktorer. Jag skall i det följande försöka att dra fram sådana faktorer och visa vad man kan säga om deras betydelse i Sverige.

Min slutsats kommer att bli att vi skall vara mycket försiktiga med att bedriva en aktivare växelkurspolitik i Sverige. Detta gäller såväl en politik som tar sig formen av helt fria kurser som en politik där riksbanken söker styra växelkurserna i någon form.

Diskussionen på växelkursområdet brukar dela upp växelkurserna i fasta eller flytande system. I många fall är denna distinktion viktig, t ex när det gäller den roll som spekulatör mot växelkursen kan spela (se nedan). Men när det gäller växelkursernas roll i anpassningen av det inhemska kostnadsläget jämfört med andra länder kan i mångt och mycket samma kritik riktas

mot helt flytande kurser som mot fasta kurser som ändras då och då; därav min varning i uppsatsens titel för *variabla växelkurser*.

## Behovet av anpassning

Utvecklingen i olika länder kan aldrig ske helt parallellt. Även sett i aggregerade storheter som bruttonationalprodukt (BNP), total industriproduktion, inflationstakt eller arbetslöshet sker avvikelser mellan länder. Dessa är för det första en följd av olika strukturella faktorer. Hit hör t ex graden av centralisering i lönebildningen, förekomsten av indexklausuler i lönerna, arbetsmarknadens trögrörlighet, smidigheten i den ekonomiska politiken med mycket mera. Men avvikelser mellan länder kan också förekomma till följd av skiftande mål för den ekonomiska politiken. Det brukar ju traditionellt hävdas att Sverige har valt att acceptera en något högre inflationstakt än omvärlden därför att vi prioriterar målet om full sysselsättning mer än vad andra länder gör.

Men under denna aggregerade yta finns större rörelser, som ofta döljs av att man i den ekonomiska debatten koncentrerar uppmärksamheten på aggregerade storheter. Vi borde mycket mera rikta uppmärksamheten på utvecklingen på olika varumarknader, olika industrisektorer och olika regioner. Detta gäller inte bara deras produktion, sysselsättning och ordergång utan även deras prisbildning. Den svenska inflationen är ju inget annat än en sammanvägning av olika individuella företags och branschers prispolitik, kombinerad med statsmakternas direkta prispåverkan i form av mervärdes-skatter m m.

<sup>1</sup> Därmed är inte sagt att våra problem på exportmarknaderna är ur världen. Uppenbarligen har det inte räckt att återföra kostnadsläget till dess ursprungliga värde. Vår förlust av marknadsandelar består. Se Christian Nilssons ledare i *Ekonomisk Debatt* nr 4, 1981.

Den roll som växelkurserna kan spela i anpassningsprocessen ligger framför allt på det aggregerade planet. När ett lands kostnadsnivå kommit ur jämvikt med omvärlden, och det uppstår ett underskott i vår bytesbalans, finns det i princip fyra sätt att bemöta detta underskott. Vi kan välja att dra ner på vår valutareserv eller låna pengar i omvärlden för att betala bytesbalansunderskottet. Denna utväg kan aldrig vara mer än tillfällig. Vi kan för det andra inrikta oss på att med olika direkta kontroller över utrikeshandeln söka rätta till snedvridningen. Denna utväg ur dilemmat är emellertid ytterst farlig för ett litet land som byggt hela sitt välstånd på en hög specialiseringsgrad.<sup>2</sup> Det återstår för oss därför egentligen bara två vägar att rätta till kostnadskrisen: antingen genom en återanpassning av de interna priserna och lönerna eller genom en anpassning av växelkursen.

I sin klassiska argumentering för flytande växelkurser varnar Friedman [1953] för en övertro på vad den interna prisanpassningen kan ge. Han betonar att priser är trögrörliga, i synnerhet nedåt, och hävdar därför att kostnadsanpassning sker mycket snabbare om man har ett system av helt rörliga växelkurser. I synnerhet då ett lands kostnadsläge blivit allt för högt finns det därför, enligt Friedman, inget alternativ till att låta växelkursen depreciera gentemot andra valutor.

Jag skall senare diskutera de problem som kan uppstå när man använder sig av variabla växelkurser. Men låt oss redan här konstatera att vad en växelkursanpassning kan lösa är *aggregerade* problem. Även en lyckad depreciering eller devalvering ändrar bara vårt genomsnittliga kostnadsläge gentemot omvärlden. Härigenom kan man *inte* lösa de strukturella problem som finns inom olika industrisektorer. Devalveringen från i höstas löste t ex inte de problem som teko- eller stålindustrin

har, samtidigt som skogsindustrierna inte hade ett lika stort behov av en devalvering som Sverige i genomsnitt.

Men finns det då inte en risk att flexibla växelkurser leder till kraftiga fluktuationer i växelkurser? Denna möjlighet avfärdar Friedman tämligen kortfattat med följande motivering. "Instability of exchange rates is a symptom of instability in the underlying economic structure. Elimination of this symptom by administrative freezing of exchange rates cures none of the underlying difficulties and only makes adjustment to them more painful" (sid 158).

Moderna förespråkare för flexibla växelkurser är väsentligt försiktigare i sin slutsats. I sin utmärkta sammanfattning av litteraturen skriver t ex Artus och Young [1979] om tre förutsättningar vilka samtliga måste vara uppfyllda om växelkursanpassning skall kunna ske. För det första räcker det inte med att statsmakterna, vilket Friedman hävdade, bedriver en passiv politik. Snarare måste de aktivt understödja en växelkursanpassning med intern efterfrågepolitik. För det andra måste den förändring i de relativa priserna mellan inhemska varor och utländska varor som devalveringen eller deprecieringen skapar bibehållas. För det tredje måste denna förändring i relativa priser också leda till en förändring i relativ efterfrågan, så att en depreciering eller devalvering vrider efterfrågan mot inhemskt producerade varor och tjänster.

### Onda cirklar och devalveringscykler

De som förespråkar användning av växelkurser inom ramen för ett fast system för att lösa den interna kostnadsanpassningen brukar tala om "engångsdevalvering". En engångsdevalvering

<sup>2</sup> Se Arne Bigstens ledare i *Ekonomisk Debatt* 1981 nr 6.

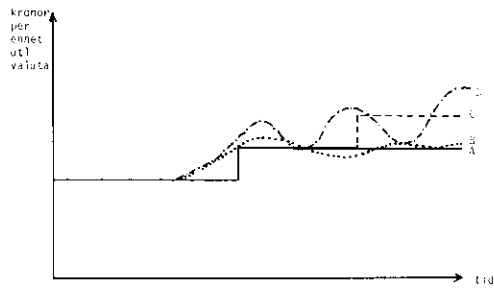
som anpassningsmekanism förutsätter för det första att man kan fastställa exakt hur stort behovet av kostnadsanpassning är och för det andra att devalveringen inte utlöser några motverkande reaktioner i den interna ekonomin, som berövar devalveringen dess effekter helt eller delvis. Sverige har under de senaste fem åren genomfört fyra sådana engångsdevalveringar. Men även förespråkarna för flytande växelkurser hävdar en motsvarande stabilitet. Behöver en anpassning ske, sker växelkursförändringen gradvis och växelkursen uppnår tämligen omgående sitt nya jämviktsläge.

Dessa två tankegångar illustreras i *figur 1*. Med den heldragna kurvan A visas växelkursanpassningen i ett fast valutasystem. På den vertikala axeln mäts växelkursen i kronor per enhet utländsk valuta, t ex dollar eller valutakorgen. En devalvering innebär att det kommer att gå fler kronor på en enhet utländsk valuta och innebär därför en förskjutning uppåt i diagrammet. Devalveringen i det fasta systemet innebär därför en engångsförskjutning av kurva A uppåt.

Kurva B illustrerar på samma sätt ett stabilt system med flytande växelkurser. Här börjar växelkursanpassningen tidigare än under fasta kurser, eftersom marknaden reagerar snabbare än den byråkratiska statsmakten. Men växelkursanpassningen sker mjukt och med en minimal tendens till cykliska svängningar. Efter en kort tid har marknaden hittat sitt jämviktsläge. Detta är kurva B.

Erfarenheten från 1970-talet styrker inte till fullo denna optimism. Teoribildningen har därför kommit att inriktas på hur man kan förklara den variabilitet som har skett i växelkurserna under både fasta och flytande system. Kritikerna av flexibla växelkurser på 1950-talet brukade inrikta sig mot den roll som spekulation i en valuta kunde

Figur 1. Alternativa vägar för en anpassning av växelkursen.



spela för växelkursernas variabilitet. Man visade på att spekulanternas beteende inte alltid skulle leda till en utjämning av växelkurserna om t ex spekulanterna inte hade en korrekt uppfattning om var jämviktsläget låg någonstans. Den moderna forskningen har accepterat denna tanke, men fört teorierna långt vidare. Således tar man inte bara i beaktande valutamarknadens reaktion som sådan utan även hur ekonomin reagerar på växelkursanpassningar och hur statsmakternas agerande spelar in.

Låt oss börja med instabilitet under ett fast växelkurssystem. Om man "engångsdevalverar" för att lösa en kostnadskris finns det möjlighet att det uppstår tendenser i ekonomin som berövar devalveringen den största delen av dess effekt. Kompenserande pris- och lönehöjningar har så småningom ätit upp devalveringen, varvid behov av en ny devalvering uppstår. En devalvering skulle därför bara skapa ett tillfälligt uppsving i tillväxten med motsvarande tillfällig förbättring i bytesbalansen innan det är dags för en ny försämring. Detta fenomen har beskrivits utomordentligt väl för Finland av Korkman [1981]. Han kallar det för en *devalveringscykel*. Korkmans slutsats är inte att man alltid bör undvika devalveringar. Visst kan det finnas tillfällen då man hellre bör återställa konkurrenskraften genom en engångsdevalvering än genom en deflation som kan ta väsentligt

längre tid och som beledsagas av höga arbetslöshetstal, låg tillväxt och allmän stagnation i ekonomin. Vad Korkman varnar för är en övertro på devalveringarnas förmåga att gång på gång lösa kostnadsproblemen.

Kurva C i *figur 1* illustrerar devalveringscykeln. I likhet med Sydamerika, om än i långsammare takt, får vi en serie successiva devalveringar.

Men även vid flytande växelkurser kan liknande problem uppkomma. Den anpassning som sker vid flytande växelkurser kan också den i sig skapa motverkande tendenser. I synnerhet om anpassningsprocessen i kurva B har en tendens att kraftigt överskjuta den långsiktigt motiverade kursen, kan tendenser i ekonomin uppkomma som förskjuter jämviktskursen ytterligare uppåt med en ny anpassningsprocess som följd. Risken finns att dessa cykler blir explosiva. Ett sådant beteende med en successiv förskjutning av växelkursen under ett system av rörliga växelkurser brukar kallas "onda cirklar" (vicious circles). På liknande sätt kan man tala om "goda cirklar" (virtuous circles), nämligen i en sådan situation, där en låg inflationstakt leder till en appreciering av valutan som i sin tur möjliggör en fortsatt lägre inflationstakt än omvärlden osv.

Kurva D i *figur 1* illustrerar fallet med de onda cirklarna.

Flera uppsatser under senare tid, t ex Basevi och de Grauwe [1977], Bilson [1979] och Bond [1980] har beskrivit teorin för hur allt mer explosiva växelkursvariationer kan uppstå. Ingen av dem förklarar emellertid tillfredsställande de två frågor som Bond ställer upp och som är det fundamentala för vilken växelkurspolitik Sverige ska bedriva.

1) Kan en devalvering eller depreciering i sig utlösa kompensationsmekanismer och därmed skapa en ond cirkel?

2) Är sannolikheten för att en sådan

ond cirkel startas större i en liten öppen ekonomi av den typ som Sverige representerar?

Jag skall nedan ta upp ett flertal faktorer som avgör i vad mån en sådan ond cirkel eller en devalveringscykel kan uppstå.

### Vad är jämviktskursen?

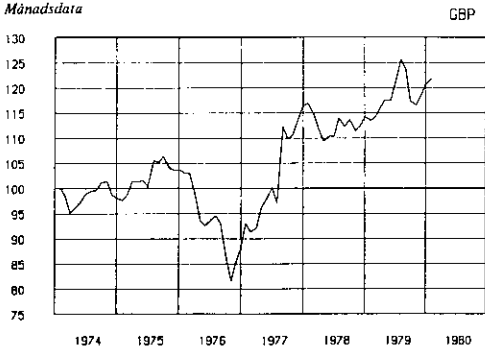
Anpassningen under såväl fasta som flytande växelkurser underlättas av att man vet vad den nya jämviktskursen är. Om riksbanken vet att en devalvering med 10 procent skulle ge jämvikt i bytesbalansen, underlättar detta givetvis beslutet om en devalvering. Vid ett flexibelt växelkurssystem måste en liknande kunskap finnas hos marknaden. Går bedömningarna kraftigt isär hos olika personer som agerar på valutamarknaden om vad den riktiga växelkursen är, underlättas möjligheterna till kraftiga variationer i växelkursen.

Det råder en stor enighet bland ekonomer om att långsiktiga växelkursrelationer bestäms av relativa priser, s k *köpkraftspariteter*. För att länderna skall kunna konkurrera med varandra i utrikeshandeln, måste varor av liknande kvalitet kosta lika mycket i alla länder. Endast förekomsten av transportkostnader, varuskatter och dylikt får ge upphov till skillnader i priser. Startar vi därför i en jämviktssituation och därefter låter ett land undergå en snabbare inflation än ett annat land, måste det förra landets valuta deprecieras eller devalveras i relation till det andra landets valuta. Annars skulle detta land få allt svårare att sälja sina produkter på världsmarknaden och få en allt större importandel i den inhemska produktionen och konsumtionen.

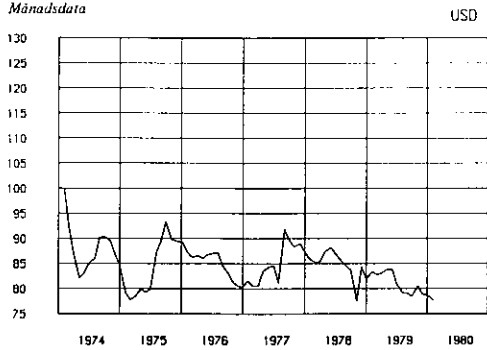
Att köpkraftsparitet inte är ett absolut begrepp har vi vetat länge. Vi måste ju t ex fastställa vilket prisindex vi skall använda och vilket utgångsår vi skall använda för beräkningarna, dvs det är då vi antar att valutamarknaden var i

Figur 2. Köpkraftspariteter mellan kronan och diverse utländska valutor.

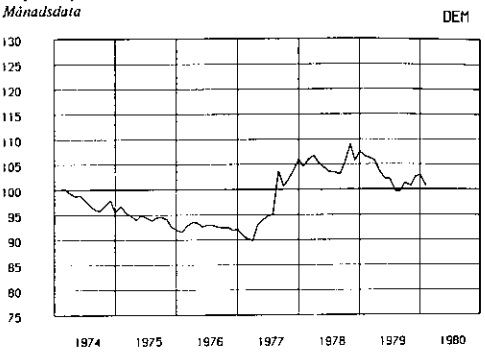
Köpkraftsparitetsindex 1974–80, SEK – GBP.



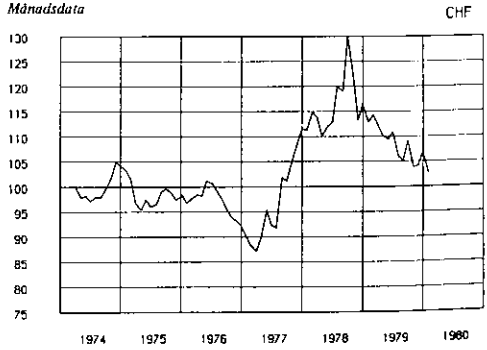
Köpkraftsparitetsindex 1974–80, SEK – USD.



Köpkraftsparitetsindex 1974–80, SEK – DEM.



Köpkraftsparitetsindex 1974–80, SEK – CHF.



Källa: Oxelheim [1981]

jämvikt. Men optimismen har varit stor att man på såg fem års sikt kan utgå från att köpkraftsparitet upprätthålls någorlunda, oavsett vilket index och oavsett vilket basår man använder.<sup>3</sup> Tyvärr har erfarenheterna under 1970-talet inte bekräftat optimismen. Som visas i majnumret 1978 av *Journal of International Economics* har växelkurserna faktiskt avvikit väsentligt mer från sina köpkraftspariteter under den period, då växelkurserna varit flexibla på 1970-talet än tidigare. Man skulle ju annars ha kunnat föreställa sig att under en period med flexibla växelkurser skulle anpassningen mot köpkraftspariteter gått snabbare än under en period med fasta växelkurser som måste ändras med ett direkt beslut från riksbankernas sida.

Figur 2 visar köpkraftsparitetsindex för Sverige jämfört med pund (GBP),

dollar (USD), D-mark (DEM), och schweizerfranc (CHF). I samtliga fall har avvikelserna från köpkraftspariteter varit stora. Inte nog med det. Man finner också att de för flera valutor har en tendens att vara bestående. För dollar finner vi t ex att dollarkursen har legat 15–20 procent under sin köpkraftsmotiverade kurs för hela perioden från 1974 till 1979. Först under 1981 inträffade den dollaruppgång som återställde köpkraftspariteten (visas ej i figuren). För pundet finns på motsvarande sätt en lång period i slutet på 1970-talet av alltför hög kurs. Det finns därför ingen anledning att tro att vare sig en fri marknad eller en riksbank skulle ha kunskap att ens över en period av ett par år kunna hitta en valutakurs

<sup>3</sup> Se t ex optimismen i Blanck och Lybeck [1976].

som är rättvisande i en mer långsiktig mening. Denna slutsats bekräftas också av de test som Oxelheim [1981] utfört. Han visade att ingen av de modeller han ställde upp för att bedöma den framtida utvecklingen hos växelkurserna klarade av det. Samtliga de växelkursen han undersökte (utom schweizerfranc) uppförde sig i stället som en s k "random walk", dvs de kunde inte prognosticeras med någon modell utan uppförde sig helt slumpmässigt.

Svårigheten att bedöma vad en långsiktigt motiverad växelkurs är, förstärks också av de svenska svårigheterna i nuläget. Vårt relativa kostnadsläge jämfört med omvärlden verkar vara tillbaka ungefär på 1970 års nivå. Ändå har vi ett stort strukturellt underskott i vår bytesbalans, som inte bara beror på u-hjälp och räntor på den utlandsskuld vi ådragit oss. Kostnadsindex som sådant duger uppenbarligen inte som ett mått på vad växelkursen borde vara för att ge långsiktig jämvikt i bytesbalansen.

*Slutsats:* Så länge vi inte har säkra metoder för att fastställa vad en långsiktigt motiverad växelkurs är, borde man vara väldigt försiktig att tala om "engångsdevalveringar" eller att använda revalveringar och devalveringar som inslag i en aktiv stabiliseringspolitik. Ej heller kan man förvänta sig att marknaden skall hitta den rätta växelkursen. Se även Kareken och Wallace [1981].

### Arbetsmarknadens funktionssätt

När det gäller anpassningen efter en växelkursförändring spelar arbetsmarknaden en strategisk roll. Syftet med en ändring av växelkursen är ju att genom en ändring av de relativa priserna förändra den relativa efterfrågan så att den i högre grad riktas mot den inhemska produktionen. Detta förutsät-

ter antingen ett lågt initialt kapacitetsutnyttjande i de export- och importkonkurrerande industrierna eller att resurser, framför allt arbetskraft, snabbt kan ställas till dessa industriernas förfogande. Den svenska debatten har därför helt riktigt betonat att vi måste lösa upp trögheterna på den svenska arbetsmarknaden innan man devalverar, annars riskerar man att devalveringsvinsterna går helt förlorade. Vi vet att rörligheten på den svenska arbetsmarknaden har minskat drastiskt under 1970-talet. Trots viktiga insatser av t ex delegationen för arbetsmarknadsforskning (EFA) vet vi fortfarande alltför lite om bakgrunden till denna sänkta rörlighet och dess effekter. Det finns i dag inte underlag i forskningsmaterialet för att hävda att bristande rörlighet helt ointetgör en devalvering. Men lika lite finns det underlag för att hävda att de åtgärder som regeringen nu har vidtagit för att underlätta rörligheten räcker till. Här behövs mer forskning.

### Pris- och lönebildningen

Att den inhemska prisnivån och exportpriserna anpassas uppåt av en devalvering eller depreciering är välkänt. Frågan är emellertid i vilken grad så sker. Vi förväntar oss att exportpriserna i kronor räknat anpassas uppåt av en växelkursförändring med importinnehållet i exporten, som nu för industrins del rör sig om ca 40 procent. Om vi med prisindex i stället avser t ex konsumentprisindex, kommer prisnivån direkt att stiga med andelen importerade varor i konsumtionen, f n ca 30 procent. Men detta är blott den primära effekten. Till detta kommer sedan effekten på prisnivån av att hemmatillverkade varor också har ett importinnehåll och av de kompensationsmekanismer som sker i lönebildningen.

Så länge exportpriser och inhemska priser inte på sikt har anpassat sig full-

ständigt till en devalvering, finns långsiktiga effekter kvar av en sådan. Men även om priserna på sikt helt anpassar sig till devalveringen, så att en devalvering med 10 procent höjer alla priser med 10 procent, har devalveringen ändå haft en viss kortsiktig effekt. Frågan är närmast om den är värd priset. Men om det visar sig att priserna stiger *mer* än devalveringen eller deprecieringen, ja då finns det risk att en ond cirkel startas. Påverkas priserna mer än den ursprungliga devalveringen uppstår ju behov av att förr eller senare devalvera igen.

Det finns vid det här laget ett flertal uppskattningar av effekten av växelkursanpassningar på den svenska prisnivån. Alla studier är överens om att de svenska priserna i stort sett stiger lika mycket som devalveringen, dvs att kompensationsmekanismerna inte kan hejdas av t ex en åtstramande ekonomisk politik annat än i mycket blygsam utsträckning. Bland de mer optimistiska bedömningarna finner vi Internationella Valutafondens MERM-modell (Multilateral Exchange Rate Model), Artus och McGuirk [1981]. Här skulle en devalvering med 10 procent leda till att priserna stiger med 7,4 procent i Sverige inom 3 år. Likartade siffror visas av den ekonomiska modellen GUESS (Lybeck och Carlsson [1981], Bergström m fl [1981]).

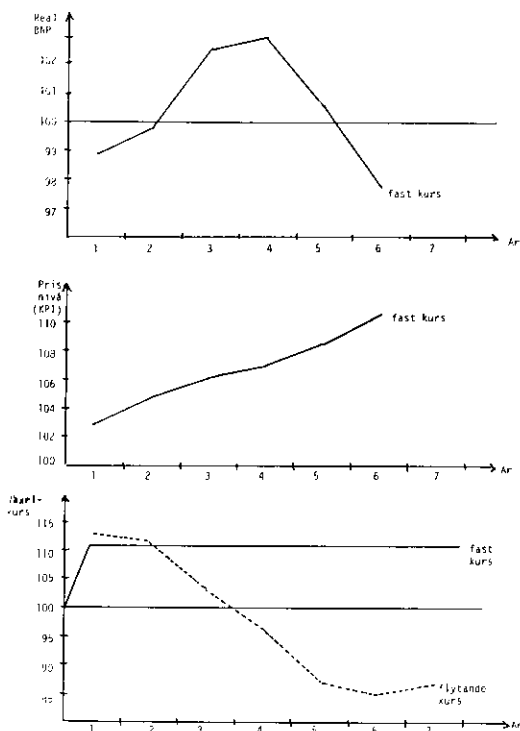
Men det finns avsevärt mer pessimistiska bedömningar. Även inom ramen för en enekvationsmodell över exportpriserna, alltså en modell där man utesluter mycket av kompensationsmekanismerna och effekten av ekonomisk politik, finner Robinson m fl [1979] att en svensk devalvering med 10 procent på sikt höjer exportpriserna med 11 procent. Här skulle således finnas en klar tendens till onda cirklar eller devalveringscykler, beroende på vilket växelkurssystem man skulle använda sig av. Sverige är långt ifrån unikt i det-

ta avseende. Deras siffror visar att de flesta av de små öppna ekonomierna har en tendens att överreagera. Detta gäller inte bara Sverige utan även Österrike, Irland, Finland och Belgien. I större och mindre utrikeshandelsberoende länder är däremot genomslaget av en devalvering på exportpriserna inte fullständigt.

Man skulle lätt kunna avfärda Robinsons m fl resultat om det inte vore för det faktum att det bekräftas av den största och mest genomarbetade modellen över Sveriges ekonomi, STEP (Bergström m fl [1981], Ettlín m fl [1979]). *Figur 3* visar effekten av en devalvering med 10 procent i STEP-modellen. Index = 100 visar vad som skulle ha hänt devalveringen förutan. Ett indextal på 110 betyder således en förändring med 10 procent jämfört med utvecklingen utan en devalvering. Den heldragna kurvan längst ned i figuren visar att växelkursindex går från 100 till 111.<sup>4</sup> Låt oss tills vidare hoppa över den översta delen av figuren, som visar effekten på reala BNP. Den mellersta delen av figuren visar hur konsumentprisindex påverkas av devalveringen. Redan inom första året är effekten ungefär 3 procent av en 10-procentig devalvering, dvs motsvarande importandelen i den privata konsumtionen. Men allteftersom de inhemska kompensationsmekanismerna slår igenom kommer prisindex att stiga för att efter sex år ha reagerat med mer än den ursprungliga devalveringen. Redan efter sex år har således en devalvering med 10 procent lett till en höjning av den inhemska prisnivån med ca 11 procent. Samma siffra gäller för exportpriserna. En modell som visar hur prisökningarna har spridit sig genom ekonomins olika sektorer ger därför exakt samma långsikti-

<sup>4</sup> En devalvering med 10 procent betyder ju att kronans värde i förhållande till andra valutor ändras till 1:0,9; dvs 1,11.

Figur 3. Effekt av en devalvering med 10 procent på BNP och prisnivå. Index = 100 motsvarar banan utan devalveringen



ga resultat som Robinsons enekvationsmodell, även om man alltid bör vara försiktig när det gäller att använda ekonomiska modeller över långa perioder.

*Slutsats:* Alla empiriska studier ger för handen att en växelkursförändring i Sverige förr eller senare, mer eller mindre åts upp av kompenserande prisökningar. En devalvering förefaller därför att ge förbättringar i konkurrensläge till priset av en långsiktigt höjd prisnivå. I de två studier som finner en överreaktion på en växelkursförändring finner man också grund att varna för uppkomsten av en överreaktion i form av en ond cirkel eller en devalveringscykel.

I samband med den svenska devalveringen hösten 1981 har devalveringsförespråkarna hävdad, att förutsättning-

arna för en lyckad devalvering nu (1981) var helt annorlunda än vid tidigare devalveringar. Då (1977) bedrev man fortfarande en expansiv politik. 1981 hade den offentliga sektorns expansion bringats under kontroll och därför var läget helt annorlunda när det gällde att förhindra kompenserande pris- och löneökningar. Låt oss därför granska hur den ekonomiska politiken kan påverka kompensationsmekanismerna.

### Den ekonomiska politiken

Många bedömare anser således att devalveringar har en möjlighet att lyckas, om bara den ekonomiska politiken läggs om i en åtstramande riktning så att devalveringsvinsterna kan bevaras. Uttalanden från den svenska regeringen efter devalveringen 1981 hävdar att den svenska ekonomiska politiken har haft en sådan inriktning. Vad vet vi då om detta i praktiken?

Den första frågan gäller vilken möjlighet den ekonomiska politiken har att dämpa inflationen. En devalvering eller depreciering har en tendens att höja prisnivån och därmed starta en inflationsspiral som kanske bara kan brytas med hjälp av en åtstramande ekonomisk politik. I en ekonomi av Sveriges typ, som trots flera "engångsdevalveringar" i princip har fasta växelkurser till omvärlden, är möjligheterna att förändra inflationstakten jämfört med omvärlden tämligen små.<sup>5</sup> I den allmänna debatten, likaväl som i ekonomernas jargong, talar man om Phillips-kurvan och dess lutning. Phillips-kurvan visar sambandet mellan inflationstakten å ena sidan och arbetslösheten å den andra. En brant Phillips-kurva visar att arbetslösheten inte påverkas särskilt mycket av varierande inflationstakt. En

<sup>5</sup> Se diskussionen om den svenska inflationen i *Ekonomisk Debatt* nr 4, 1981.

flack Phillips-kurva å andra sidan visar att inflationstakten inte påverkas särskilt mycket ens av kraftiga variationer i arbetslöshet. Kalkyler i Bond [1980] ger för handen att en sänkning av den svenska inflationstakten med en enda procentenhet skulle kräva en uppgång i arbetslösheten med inte mindre än 2,4 procentenheter! En enda futtig procentenhets lägre inflation skulle alltså kräva en fördubbling jämfört med nuvarande arbetslöshetsciffror. I en öppen ekonomi som den svenska som är utsatt för omvärldens inflationstakt är en sådan flack Phillips-kurva begriplig.

Bonds siffra understödjes också av de ekonometriska modellerna. Som redovisas i Bergström m fl [1981] är effekten på den svenska inflationen av alternativa utformningar av den ekonomiska politiken ganska liten.

Men skulle inte en annan växelkurspolitik leda till större möjligheter att med en ekonomisk politik komma till rätta med inflationen? Om vi bara hade en större variabilitet i växelkurserna skulle ju den svenska inflationen kunna avvika från omvärldens? Kanske, men detta beror på hur växelkurserna beter sig i praktiken.

För att testa hur ekonomin reagerar under olika typer av ekonomisk politik har jag använt mig av STEP-modellen i två olika varianter. Den ena varianten antar fasta växelkurser, dvs den svenska verkligheten. I den andra varianten tillåts växelkurserna att anpassa sig i huvudsak till variationer i inflations-takter i Sverige å ena sidan och omvärlden å den andra. Men det finns även ett kortsiktigt inflytande, som härstammar från spekulationselementet. Jag har låtit det beskrivas av utvecklingen av valutareserven i Sverige jämfört med valutareserven i andra länder.

*Figur 4* visar effekten på den svenska ekonomin av en real störning, t ex i form av finanspolitik. Låt oss t ex anta att staten ökar sina utgifter för konsum-

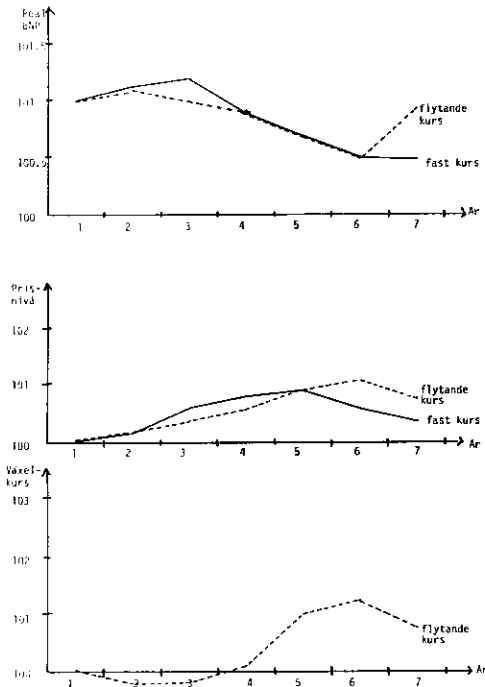
tion eller att exporten ökar av någon anledning. Den störning vi har infört uppgår till 1 procent av BNP det första året.

Den översta delen av figuren visar effekten på real BNP. Såväl under fasta som flytande växelkurser sker initialt en ökning av BNP med ungefär 1 procent. Till följd av multiplikatorprocesser påverkas BNP under de närmaste åren något mer, men efter 3—4 år sätter en bromsning in som gör att påverkan successivt faller för att vid 6 till 7 år ha kommit ner till ungefär halva det ursprungliga beloppet. Vid flytande kurser sätter dock efter denna period en kraftig ökning in, som kan hänföras till depreciering av valutan som vi skall studera nedan.

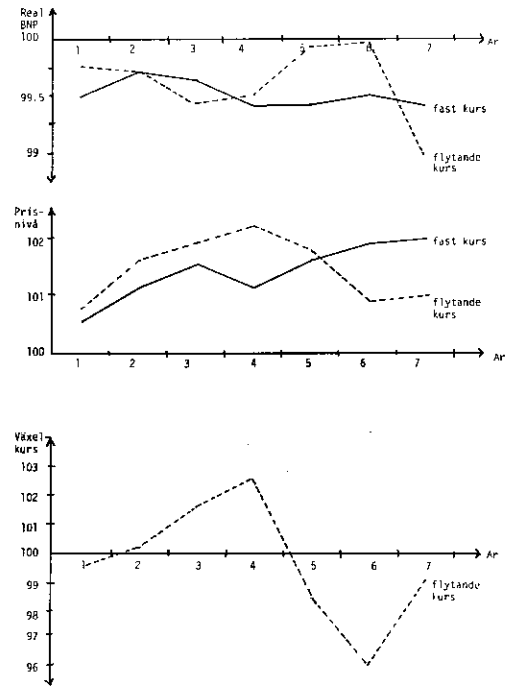
Prisnivån påverkas ganska lite av valet av växelkurssystem. I båda fallen ger den reala ökningen av ekonomin upphov till en viss positiv press på prisnivån, men denna begränsas till ca 1 procent, dvs ganska blygsamma belopp.

Det intressanta är givetvis vad som händer med växelkursen. I ett fast system antages att växelkursen inte påverkas alls, men vad händer vid flytande växelkurser? Vid en ökning av den reala aktiviteten i ekonomin, en real störning, är effekten på växelkursen tvetydig. Visserligen tenderar den ökade inhemska aktiviteten att leda till ökad import och sänkt export, vilket försämrar bytesbalansen och därigenom försvagar (deprecierar) växelkursen, men å andra sidan leder den ökade aktiviteten också till en tendens till höjd ränta och ökad kreditåtstramning i ekonomin, som tenderar att dra in finansiellt kapital och därmed förstärka växelkursen. Enligt ekonomisk teori kan vi därför inte säga i förväg, om växelkursen kommer att appreciera eller depreciera vid en finanspolitisk eller real störning. Den nedersta delen av *figur 4* visar också att växelkursen är tämligen opåverkad under de fyra första åren av politi-

Figur 4. Effekt av en real störning, t ex en ökning av export eller offentlig konsumtion under fasta och flytande växelkurser på BNP och prisnivå. Index = 100 visar banan utan störningen.



Figur 5. Effekt av en finansiell störning, i detta fall en höjning av diskontot med 2 procentenheter, under fasta och flytande växelkurser på real BNP och prisnivå. Index = 100 visar banan utan störningen.



ken. Därefter inträder emellertid en viss depreciering som också ligger bakom det faktum att prisnivån och reala BNP påverkas uppåt efter ett antal år.

Från såväl ekonomisk teori som från den praktik som STEP-modellen ger kan vi därför säga att växelkurssystemet inte spelar någon större roll för hur en real störning påverkar ekonomin. Vi kan inte heller förvänta oss att med en åtstramande finanspolitik i högre grad kunna bromsa de inflationistiska impulser som följer av en devalvering.

Om störningen är penningpolitisk är emellertid situationen helt annorlunda. Låt oss t ex antaga att statsmakterna försöker bromsa de inflationistiska tendenserna med en åtstramande penningpolitik, i likhet med det försök som cen-

tralbanken i USA f n bedriver. Figur 5 visar effekten av ett höjt diskonto i Sverige med 2 procentenheter under ett system av fasta resp flytande växelkurser. Den översta delen visar effekten på BNP i fasta priser. Skillnaden mellan de två banorna kan synas stor, men i båda fallen är effekten på BNP begränsad, mindre än 1 procent. Den största effekten uppnås dock vid flytande växelkurser men först efter ett antal år.

Ett höjt diskonto leder i båda fallen till att prisnivån via kostnadssidan trycks uppåt. I bägge fallen rör det sig om ca 2 procentenheter för 2 enheters diskontohöjning. Effekten är något varierande under de två systemen. Omedelbart sker vid flytande växelkurser en större effekt, men denna mildras så

småningom. Anledningen finner vi längst ner där växelkursens beteende beskrivs.

Enligt ekonomisk teori borde en penningpolitisk åtstramning entydigt leda till en förstärkning av växelkursen, en appreciering. Åtstramningen av den reala produktionen och efterfrågan leder ju till sänkt import och möjligheter till ökad export, som visar sig i förstärkt bytesbalans. Det högre ränteläget borde dra in kapital i kapitalbalansen, som också borde förstärka valutån. Men mot dessa tendenser står det faktum att räntestegringen verkar, i varje fall omedelbart, inflationsdrivande. Enligt modellen skulle därför först en depreciering ske med ca 2 procent. Därefter sätter en reaktion in när bytes- och kapitalbalanserna har förbättrats och efter 5–6 år har växelkursen i stället apprecierat med 3–4 procent. Då sker en förnyad reaktion, en förnyad depreciering. Om man kan lita på modellen, skulle därför experimentet visa på instabilitet i växelkursen, motsvarande kurva D i *figur 1*.

### Slutsatser

Det finns flera skäl varför vi bör vara försiktiga, när vi bedömer det bidrag som en ekonomisk politik kan ge som understöd till en aktiv växelkurspolitik. Anledningen är för det första att ett litet land under fasta växelkurser inte kan ha en inflationstakt som avviker alltför mycket från omvärldens. Detta skulle indikera att en åtstramande politik efter en devalvering inte tjänar någonting till. För det andra indikerar såväl teori som praktik att valet av växelkurssystem inte spelar någon större roll för finanspolitikens styrka eller dess effekter på prisnivån. Vad däremot penningpolitiken beträffar finns det anledning att varna för de störningar som kan uppkomma i ekonomin vid flytande växelkurser. Även detta är i enlighet med den moderna internationella teorin.<sup>6</sup>

### Effekter på produktion och efterfrågan

Ett av de viktigaste argumenten för en växelkursanpassning är att den sätter fart på den ekonomiska tillväxten. En anpassning av kostnadsläget leder till förbättrad export och sänkt import, dvs en ökning av efterfrågan på inhemskt producerade varor. Vad man ibland glömmer bort är emellertid att den inflation som devalveringen-deprecieringen orsakar samtidigt har en tendens att minska efterfrågan, primärt från hushållens konsumtion men i viss mån också från företagets investeringar.

Korkman [1981] visar att tillväxtargumentet använts för att försvara de finländska devalveringarna, i hans mening felaktigt. Hans skepsis understrykes av resultaten av en finsk ekonomisk modell, som redovisas i Bergström m fl [1981]. Här finner man att effekten på total efterfrågan och produktion i den finska ekonomin snarast är negativ av en devalvering. Samma tendens visas också av den svenska STEP-modellen. Överst i *figur 3* visas hur en devalvering påverkar reala BNP. Under de första två åren kommer BNP efter en devalvering att vara *lägre* än den annars skulle ha varit! Under åren 3, 4 och 5 kommer en viss uppgång i produktionen att ske, men därefter är effekten entydigt negativ. Orsaken till förloppet står också klar. Det tar tid innan effekten på export och import visar sig. Den omedelbara effekten är därför en höjning av prisnivån och en lägre privat konsumtion, som drar ner bruttonationalprodukten och sysselsättningen det första året. Därefter sker en uppgång i sysselsättning och produktion när exportefterfrågan stiger. Men allteftersom den inhemska inflationen accelererar och åter upp devalveringen, återvänder

<sup>6</sup> Se t ex Gray [1976] för hur en indexering fungerar vid olika slag av reala och monetära störningar.

kostnadsläget och därmed utrikeshandeln till tidigare nivåer. Bruttonationalprodukten återgår härmed till tidigare nivåer men eftersom prisnivån ligger högre än förut kommer efterfrågan i ekonomin att efter devalveringen permanent understiga vad den skulle ha varit devalveringen förutan. Vi köper således vid en devalvering en *tillfällig förbättring* av produktion, tillväxt och bytesbalans till priset av en *långsiktig försämring*.

### Förväntningarnas roll

Betydelsen av förväntningar har betonats i den ekonomiska teorin under 1970-talet. En ny skola har byggts upp kring sk rationella förväntningar, dvs på en tro att individerna besitter tillräckligt mycket kunskap och har tillräckligt hög grad av anpassningsförmåga för att de själva skall kunna undanröja effekterna av statsmaktens agerande och andra störningar. Om individerna verkligen hade rationella förväntningar skulle riskerna för onda cirklar i växelkursanpassningen vara små. Som betonas av t ex Schadler [1977] verkar inte växelkursförväntningarna ha denna karaktär. Snarare har aktörerna på valutamarknaden tendensen att extrapolera trenderna så att en försvagning av en valuta snarare leder till en fortsatt flykt från den valutan och ytterligare depreciering snarare än en stabilisering.

### Slutsats

Av naturliga skäl vet vi lite om den roll som förväntningarna spelar i ekonomin. Den tilltro som t ex Friedman [1953] hade till stabiliserande spekulation och stabiliserande förväntningar verkar dock inte vara för handen. Snarare tyder erfarenheterna från 1970-talet på att även tunga valutor som dollarn kan drivas långt från sina jämviktsvärden av spekulation som grundas på allt annat än rationella förväntningar.<sup>7</sup>

### Anpassningsprocessen

Fram till 1970-talets mitt fanns det ingen teori som kunde förklara varför växelkurserna tenderade att skjuta förbi sin jämviktsnivå och uppvisa cirklar som kunde ta sig en explosiv karaktär. Den enda förklaring som hade uppvisats hittills var spekulation och om den visste man föga. Dornbusch's artikel från 1976 fick därför en mycket stor genomslagskraft. Det nya låg i att visa hur olika anpassningshastigheter i ekonomin kunde leda till att en växelkurs sköt förbi målet. I synnerhet visade Dornbusch hur en snabb anpassning hos kapitalrörelserna kombinerad med en långsam anpassning i den reala ekonomin (export, import, produktion, sysselsättning) kunde ge denna tendens.

Varför är det då så farligt om en växelkurs skjuter förbi målet? Orsaken finns främst i prismekanismen. Vi vet att priser rör sig lätt uppåt, men är trög-rörliga nedåt. Om en växelkurs tenderar att gå förbi sitt jämviktsläge, dvs depreciera för mycket, får man också en press uppåt på den inhemska prisnivån, som tenderar att permanentas. Men hamnar prisnivån för högt, är det jämviktsläge som valutan sökte sig till inte längre giltigt utan ligger ännu högre. Härigenom startas ytterligare en depreciering med åtföljande inflationsvåg och risken för en fortsatt cirkel av inflation — devalvering — inflation är uppenbar.

<sup>7</sup> Figur 3 belyser också ett försök att visa hur instabil kronan skulle kunna vara under flytande växelkurser. Jag lekte härvid en aktiv Riksbank, som 1970 försökte tvinga kronan att depreciera 10 procent. Växelkursen svarar på detta försök med att återgå mot det ursprungliga läget, men skjuter förbi, dvs apprecierar med upp till 15 procent. Därefter nalkas kursen åter den ursprungliga. Slutsatsen är att en aktiv växelkurspolitik ("dirty float") skulle kunna skapa stora fluktuationer i kursen om man inte är skicklig med att parera. Samma slutsats — att en fri växelkurs i det svenska systemet tenderar att ge explosiva cykler — visas också av Gärtner och Ursprung [1981].

Den långsamma anpassningen i den reala ekonomin sammanhänger med det så kallade J-kurve-fenomenet. Med detta avses att bytesbalansen efter en devalvering-depreciering först försämras innan den förbättras. Anledningen är följande. Vid en devalvering eller depreciering kan vi förvänta oss att importpriserna i inhemsk valuta tämligen omgående stiger med växelkursen. Det blir därför dyrare att importera. Men eftersom det tar tid att anpassa importvolymen, kommer *importvärdet* först att stiga i takt med devalveringen. På export-sidan sker omedelbart till att börja med en lägre uppgång av exportpriserna, som motsvarar importandelen i exporten. Först allteftersom kompensationsmekanismerna slår igenom, kommer exportpriserna också att stiga. Liksom importvolymen är exportvolymen tämligen trögrörlig och exportvärdet stiger därför inte lika mycket som devalveringen. Till följd av detta kommer således värdet av importen att påverkas mer än värdet av exporten; handels- och bytesbalansen försämras. Först efter ett par år förbättras den externa balansen, allteftersom exportvolymen stiger och importvolymen faller.

Den svenska STEP-modellen ger entydigt för handen att Sverige efter en devalvering undergår en försämring av bytesbalansen, dvs har en markerad J-kurva. Men den undersökning som redovisas i Spitäller [1980] visar att samtliga undersökta länder undergår en markant försämring av handelsbalansen efter en devalvering! För Sveriges del visar han att importpriserna har anpassat sig till devalveringen fullt ut efter fem månader, medan effekten på exportpriserna ligger kring 4 procent efter en devalvering med 10 procent. Detta rimmar väl med STEP-modellens erfarenhet. Resultatet är att handelsbalansen under det första året försämras med ca 5 miljarder kronor jämfört med situationen utan en devalvering. Först

under det andra året inträder en förbättring.

Om ett underskott i bytesbalansen därför tvingar fram en devalvering inom ett fast växelkurssystem eller leder till en depreciering av valutan inom flytande kurser, skulle därför detta enligt Spitällers undersökning leda till en *ytterligare* försämring av handels- och bytesbalansen under det första året. Härigenom uppstår givetvis ytterligare ett devalveringstryck på valutan, som inte är befogat sett ur en långsiktig synvinkel. Skulle en sådan depreciering eller devalvering trots allt ske, förskjuts prisnivån permanent uppåt, varvid också jämviktsvalutakursen ytterligare förändras. En devalveringscykel har skapats.

### Sammanfattande synpunkter

Vilken sorts ekonomi bör enligt ovanstående resonemang *inte* sätta sin tillit till att växelkurser kan lösa dess interna problem?

- En liten ekonomi, som Sverige.
- En ekonomi som tror sig kunna upprätthålla fasta växelkurser till omvärlden, som Sverige.
- En ekonomi med trögheter på arbetsmarknaden, som Sverige.
- En ekonomi med starka inbyggda kompensationsmekanismer i pris- och lönebildningen, som Sverige.
- En ekonomi där den ekonomiska politiken har ett blott begränsat inflytande på prisbildningen, som Sverige.
- En ekonomi i likhet med den svenska där växelkursvariationer har en tillfällig och begränsad effekt på den reala produktionen.
- En ekonomi där de reala anpassningarna är sådana att en markant J-kurva uppstår, liksom Sverige.

Slutsatserna är således för mig entydiga. Sverige skulle inte kunna övergå till ett flytande växelkurssystem utan att utsättas för starka tendenser till kraftiga fluktuationer i växelkurserna. Men vi bör inte heller ha allt för stark tilltro till

möjligheterna att lösa våra interna kostnadsproblem gång på gång med hjälp av devalveringar. En devalvering inom ramen för ett fast växelkurssystem måste verkligen vara en engångsdevalvering och av alla uppfattas som sådan. Slutsatsen för den ekonomiska politiken blir därför att den måste inriktas på ett sådant sätt att den förhindrar att kostnadsläget kommer ur balans. Detta kan tyvärr medföra att våra ambitionsnivåer vad beträffar tillväxt och sysselsättning måste anpassas närmare till omvärlden. Om omvärlden insisterar på att bedriva en politik som vi bedömer vara alltför restriktiv, är våra möjligheter att "hoppa över den internationella recessionen" tyvärr mycket begränsade.\*

\* Detta innebär *inte* att den öppna arbetslösheten behöver anpassas till omvärldens. Den svenska arbetsmarknadspolitiken kan fortsätta att arbeta för att förhindra detta, men vi kan inte med *generella* efterfrågestimulanser hålla tillväxten i den svenska ekonomin utöver vad omvärlden medger.

### Referenser

- Artus, J.R. och McGuirk, A.K., [1981], "A Revised Version of the Multilateral Exchange-Rate Model", *IMF Staff Papers* 28 (juni).
- Artus, J.R. och Young, J.H., [1979], "Fixed and Flexible Exchange Rates: A Renewal of the Debate", *IMF Staff Papers* 26 (december).
- Basevi, G. och de Grauwe, P., [1977], "Vicious and Virtuous Circles", *European Economic Review* (december).
- Bergström, R. *m fl.* [1981], "A Comparison of the Dynamic Properties of Scandinavian Macromodels", utkast.
- Bilson, J.F.O., [1979], "The Vicious Circle Hypothesis", *IMF Staff Papers* 26 (mars).
- Blanck, A. och Lybeck, J.A., [1976], "Växelkursens bestämning på kort och lång sikt med hjälp av köpkraftspariteter", *Ekonomisk Debatt* årg 4, nr 7.
- Bond, M.E., [1980], "Exchange Rates, Inflation and Vicious Circles", *IMF Staff Papers* 27 (december).
- Dornbusch, R., [1976], "Expectations and Exchange-Rate Dynamics", *Journal of Political Economy* (december).
- Ettlin, F.A., Lybeck, J.A., Erikson, I., Johansson, S., Järnhäll, B., [1979], *The STEP I Econometric Model of Sweden*, EFI, Stockholm.
- Friedman, M., [1953], "The Case for Flexible Exchange Rates", i *Friedmans Essays in Positive Economics*. University of Chicago Press, Chicago.
- Gray, J.A., [1976], "Wage Indexation", *Journal of Monetary Economics* (april).
- Gärtner, M. och Ursprung, H.W., [1981], "An Empirical Analysis of a Scandinavian Exchange Rate Model", *Scandinavian Journal of Economics* 83, nr 1.
- Kareken, J. och Wallace, N., [1981], "On the Indeterminacy of Equilibrium Exchange Rates", *Quarterly Journal of Economics* 96, no 2.
- Korkman, S., [1981], "Växelkurspolitik och inre stabilitet i Finland", *Ekonomisk Debatt*, årg 9, nr 2.
- Lybeck, J.A. och Carlsson, E., [1981], "The Use of Macroeconometric Models", *Statistisk Tidskrift*, nr 5.
- Oxelheim, L., [1981], *Företagens utlandslån*, LiberLäromedel, Malmö.
- Robinson, W., Webb, T.R. och Townsend, M.A., [1979], "The Influence of Exchange-Rate Changes on Prices", *Economica* 46 (februari).
- Schadler, S., [1977], "Sources of Exchange-Rate Variability: Theory and Empirical Evidence", *IMF Staff Papers* 24 (juli).
- Spitäller, E., [1980], "Short-Run Effects of Exchange-Rate Changes", *IMF Staff Papers* 27 (juni).
- Södersten, B., [1980], "Växelkurser och växelkurspolitik", *Ekonomisk Debatt*, årg 8, nr 3.