

ULF AF TROLLE:

Växelkurspolitik och industriell utveckling

Industrins investeringar styrs bl a av bedömningar av den framtida utvecklingen av växelkurserna. Med de senaste årens stora svängningar i kurserna har det blivit hart när omöjligt att planera internationella industriella investeringar.

Ricardo, Cassel och Ohlin utarbetade teorier för växelkursernas utveckling. Kan dessa teorier kompletteras och då användas som prognosinstrument?

Ingen ekonom har lyckats göra korrekta prognoser för dollarns uppgång och fall. Uppgången har blivit långt större och långvarigare än vi förutspått. Att vi sen fått rätt i förutsägelser om dollarfall är inte mycket att skryta med. Ihärdighet i nedgångsprognoser måste få sin belöning. Det är också lätt att säga varför vi fått fel. Vi har utgått från våra gamla jämviktsteorier för växelkurser, enligt vilka varje rubbning från ett etablerat läge igångsätter krafter, som leder till återställd "jämvikt". De har inte klarat de påfrestningar som de utsatts för under 80-talet.

Teoriernas sammanbrott är inte bara av akademiskt intresse. Det är en praktiskt betydelsefull fråga i all planering för större industriföretag. De måste göra prognoser för växelkursutvecklingen som underlag för många investeringsbeslut; t ex för lokaliseringen av produktion i olika länder och för satsningar på nya marknader. Vi har lärt oss leva med osäkerhet, men det har skett på bekostnad av dynamiken. Ökade risker som följd av osäkerheten i framtida växelkurser är en förklaring till att politiker världen runt finner anledning klaga över att industrin investerar för litet. Den som varit med om att göra stora fel-satsningar i t ex Frankrike, USA och Brasilien blir försiktigare i fortsättningen. Världen är full av gravmonument över tidigare dådkraft. Hur skall t ex ett företag som den franska skidtillverkaren Rossignol nu planera sin produktion? För några år sedan fattade man principbeslut att koncentrera sin produktion till USA, där man har ca 45 procent av sin marknad. Innan beslutet hann genomföras kom dollar-ruschen. I stället lade man ned all produktion i USA och fick förlust för första gången på många år, under 1985 acceptabel lönsam-

Ulf af Trolle är professor i företagsekonomi och numera bosatt i Frankrike.

het. Nu har dollarn fallit till en nivå, där amerikansk produktion är mer konkurrenskraftig än fransk. Hur skall man handla? Man kan inte åka jo jo med produktionen över Atlanten. För att inte tala om Sverige! Under mina år som "företagsdoktor" har jag tvingats avveckla en mångfald verksamheter, som lätt kunnat utvecklas till lönsamma företag, om vi då med rätta haft dagens devalverade krona.

För att kunna göra en prognos för växelkursernas utveckling, måste man kunna bygga på en hållbar teori. Man måste kunna bedöma var jämviktslägena ligger, vilka krafter som kan rubba dem, hur stora svängningar som kan uppstå och hur lång tid det tar innan jämvikten återställs. Vilka risker för skador löper man under denna process?

Syftet med denna artikel är att granska våra teorier för växelkursernas utveckling. Går det att komplettera dem så att de kan användas som prognosinstrument?

De grundläggande teorierna

Varje teori bygger därpå att priset på en valuta under fria marknadsförhållanden bestäms av förhållandet mellan tillgång och efterfrågan. Det var logiskt, när representanter för den amerikanska regeringen ännu våren 1985 hävdade, att dollarn ingalunda var övervärderad. Priset måste ju vara det rätta, när det bestämts av marknaden! När växelkurserna för ett tiotal år sedan släpptes fria, hälsades detta med tillfredsställelse av liberala ekonomer. Äntligen skymtade en världsekonomi med "riktiga" växelkurser.

Den första jämviktsteorin framlades av David Ricardo år 1817 i *Principles of Political Economy and Taxation*. Jämvikten

mellan växelkurserna bestämdes av de "komparativa kostnaderna" i olika länder. Tyngdpunkten i hans teori låg vid varuflödet. Det bestämde tillgången på valutor genom export och efterfrågan genom import. Även transportkostnader och betalningsströmmar för tjänster, t ex för turister måste beaktas, men sådana ansågs sakna faktisk betydelse. Om något land fick för höga "komparativa" kostnader i produk-

Dollarn ligger nu betydligt lägre än 1982 i förhållande till de flesta industrinationers valutor.

tionen, ökade dess efterfrågan på utländska valutor genom ökande import och tvärtom. Jämvikten återställdes genom ändring av växelkurserna. En valuta kunde inte "övervärderas" annat än tillfälligt. Med modern terminologi skulle vi ha sagt, att växelkurserna tenderar att nå jämvikt, när den industriella konkurrenskraften/kostnadseffektiviteten blir densamma i olika länder. Ricardo exemplifierade sina teorier, men det fanns intet material för statistisk prövning av slutsatserna.

När Gustav Cassel hundra år senare lade fram sin teori för "köpkraftsparitet" i *Theoretische Sozialökonomie* (1918) var slutsatsen densamma. En valuta kan inte övervärderas eller undervärderas annat än tillfälligt. Men medan Ricardo lagt tyngdpunkten vid kostnadsförhållandena inom produktionen, lade Cassel tyngdpunkten vid konsumenternas köpkraft. Valutornas inre och yttre köpkraft tenderade att bli desamma genom anpassning av växelkurserna. De båda teorieförfattarna avsåg samma mekanism, men Cassel valde att rikta uppmärksamheten mot konsumenternas

köpkraft. Denna utveckling var lätt mätbar i form av levnadskostnadsindex i olika länder. I anslutning till Cassels teori genomfördes omfattande analyser av levnadskostnadsindex i förhållande till växelkursutvecklingen. Det förelåg påtagliga samband.

Ännu när Bertil Ohlins stora arbete om Utrikeshandel och Handelspolitik utkom i sin femte reviderade upplaga år 1953, kunde han förutsätta, att förhållandet mellan yttre och inre köpkraft var bestämmande för växelkurserna. I en belysande tabell visade han hur det yttre värdet på den franska francen, dvs växelkursen, i stort överensstämde med ett av honom beräknat värde, vilket byggde på jämförelser av levnadskostnadsindex. Det förelåg dock vissa avvikelser vilka han förklarade som följd av spekulationer mot den franska francen och senare motåtgärder från fransk sida. Spekulationerna sågs av Bertil Ohlin som förklarliga, tidsbegränsade avvikelser från en teori, som fortfarande beskrev de huvudsakliga sammanhangen. (s 105–106).

Bretton Woodsöverenskommelsen

När femte upplagan av Ohlins stora arbete publicerades hade världens valutor sedan närmare tio år varit sammanbundna i ett fast system genom Bretton Woodsöverenskommelsen, som ersatt den före kriget kollapsade bindningen av världens valutor till guld. I och med att valutorna bundits vid varandra, bör de gamla teorierna om komparativa kostnader respektive köpkraftsparitet ha fått ökad realism. Genom bindningen flyttades tvånget till anpassning över från växelkurserna, vilka på kort sikt påverkades av "ovidkommande inflyt-

anden", såsom t ex spekulationer, till industrin och/eller konsumenternas köpkraft. Dessa bestäms förhoppningsvis genom ingående ekonomiska/politiska överväganden, som bl a omfattar analyser av den relativa konkurrenskraftens och inflationens betydelse. Vid bundna växelkurser tvingas politikerna att uppställa mål för den inhemska inflationen och konkurrenskraften, dvs att anpassa sig efter förhållandena i andra länder. Ingen torde förneka, att systemet fungerade väl under de förutsättningar, som rådde fram till mitten av 1970-talet.

I Bretton Woodsöverenskommelsen förekom ingen direkt koppling av andra valutor än US-dollar till guld. Dollarn var fortfarande inlösningsbar i guld till fixerat pris. Denna konverteringsmöjlighet slopades av president Nixon hösten 1971 under starkt yttre ekonomiskt tryck. Strax därefter devalverades dollarn med 7,8 procent genom uppskrivning av guldpriset till 38 dollars. År 1973 gjordes nästa devalvering av dollarn med ytterligare 10 procent genom uppskrivning av guldpriset till 42 dollars per ounce. År 1976 togs det slutliga steget genom en internationell överenskommelse, som slopade all monetär koppling till guldpriset. Ytterligare ett spekulationsobjekt hade skapats; guld.

Då hade emellertid den första oljekrisen redan inträffat. Det blev upptakten till de allt större och slutligen enorma mängder av flytande kapital, som därefter befunnit sig på jakt efter den från olika synpunkter bästa hemvisten i en värld, som kommit att kännetecknas av allt större ränteskillnader mellan olika länder men framför allt av ökad politisk oro. När den amerikanska dollarn efter 1981 kom att framstå som den politiskt säkraste valutan, samtidigt

som det enorma amerikanska budgetunderskottet drev upp den amerikanska räntenivån, blev det början på den rusning efter dollarn, som på några år kom att höja dennas internationella värde med 30–40 procent mot de främsta industriella konkurrentländerna, Japan och Tyskland.

Åter till jämviktsläget?

Dollarfallet mellan september 1985 och januari 1986 har nu medfört en total scenväxling. Dollarn ligger nu betydligt lägre än år 1982 i förhållande till de flesta betydelsefulla industrinationers valutor t ex DM, HFL, Sfr, Bfr, £ och japanska yen. Den ligger t o m lägre i förhållande till de valutor som haft den sämsta utvecklingen – de för löpande devalveringar utsatta franska franc och svenska kronor. Kan man säga, att det genom dollarfallet nu uppstått ett jämviktsläge från "köpkraftsynpunkt" respektive från industriell kostnadssynpunkt?

Frågan om köpkraftspariteten har i dag mindre betydelse. Även om det liksom på Cassels och Ohlins tid fortfarande är av intresse att jämföra valutornas inre och yttre köpkraft, är det uppenbart, att konsumenternas relativa köpkraft inte är den drivande kraften i rörelsen tillbaka mot ett eventuellt jämviktsläge. Det är en självklarhet, att svängningar av det slag som dollarn genomgått måste ta sig uttryck i motsvarande svängningar i köpkraft – precis som Ohlin en gång avläste i sin undersökning av den franska francen. Jag har som ett led i mina studier gjort regelbundna mätningar av den svenska kronans relativa köpkraft, uttryckt i dollar; i USA ända sedan år 1948, och av den franska francens köpkraft i USA sedan år 1981. (Min första under-

sökning publicerades i Svensk Sparbankstidskrift år 1948. Därefter har resultaten publicerats i olika sammanhang, bl a i en artikelserie i GHT år 1966.) Min senaste undersökning företogs i februari 1986 och omfattade två platser i vardera USA och Sverige och en plats i Frankrike. Den avsåg främst livsmedel men också ett antal andra produkter, som är fullt jämförbara. Resultatet kan vara av intresse.

Den stora flexibilitet, som medfört att amerikansk industri så förbluffande väl klarade dollarprishöjningen, har nu blivit en nackdel när dollarn sjunkit.

För 36 baslivsmedel, som täcker en betydande andel av den svenska medelfamiljens inköp, låg de amerikanska och de franska priserna vid en kurs av 7,10 franc per dollar på nästan exakt samma nivå. Den svenska livsmedelsnivån låg vid kursen 7,00 SEK per dollar cirka 40 procent högre. Livsmedel är synnerligen dyra i Sverige. För andra produkter var skillnaderna oftast mindre men entydigt i fransk och amerikansk favör. Vid nuvarande dollarkurs är USA ett billigt land för svenskar, som nöjer sig med att leva på samma nivå i USA som i Sverige. Eftersom det just nu talas så mycket om det oerhört dyra hotell- och utelivet i New York kan det vara av intresse att notera följande uppgifter. I juni 1986 var ett dubbelrum på Grand Hotel i Stockholm respektive Park Avenue i Göteborg dyrare än på – i tur och ordning efter prisets höjd – Waldorf Astoria i New York, Kahala Hilton i Honolulu, Imperial i Tokyo och Mandarin i Hongkong. Just nu

går det historier om de höga restaurantkostnaderna i New York, där det enligt en känd diplomat inte går att äta under 1 000 kronor per person. Detta är kvalificerat nonsens. Om man nöjer sig med en matstandard av högsta stockholmsklass, får man anstränga sig för att komma över hälften.

Även om mina mätningar endast omfattat ett mindre urval av varor och endast omfattat USA, Frankrike och Sverige, är det en rimlig hypotes, att mätningar i andra europeiska länder skulle ge samma bild

Det är hart när omöjligt att förutspå politiska beslut.

som i Ohlins och tidigare Cassels undersökningar, nämligen att det skett en approximativ utjämning i enlighet med teorin för köpkraftspariteter. Som nämnts säger detta inte mycket. I den mån växelkurserna uppvisar svängningar kring något som kan kallas köpkraftspariteter, beror det på att sådana samvarierar med den industriella kostnadseffektiviteten tillräckligt starkt för att man skall få en approximativ överensstämmelse.

Liksom tidigare är det svårare att mäta den relativa kostnadseffektiviteten. Det är endast produkter i internationell konkurrens som är av intresse. I Japan har man byggt sin utvecklingsstrategi bl a på en klar gränsdragning mellan de högeffektiva exportindustrierna i internationell konkurrens (utom på japanska marknaden) och de skyddade hemmamarknadsindustrierna, som av priser att döma antagligen måste vara föga effektiva eller ha skyhöga vinster. Men frågan om kostnadseffektiviteten för de senare saknar betydelse.

Sammanfattande hypotes

Mina undersökningar, som omfattar pris- och lönsamhetsundersökningar i olika länder, räcker ännu så länge endast till för hypoteser, t ex följande:

1. Genom dollarfallet har den amerikanska industrin återfått sin tidigare konkurrenskraft gentemot världen i övrigt. Den japanska industrin har genom yenens rekordhöjning klart förlorat sin. Den japanska industrin har med sin relativt svaga vinst i förhållande till omsättningen inga möjligheter att fortsätta sin hittillsvarande positiva utveckling, om man inte lyckas få ned värdet på yenen eller — vilket ger samma resultat — sänka lönerna i motsvarande utsträckning. Vi får inte låta oss missledas av det förhållandet, att det alltid tar betydande tid innan marknadsandelarna ändras väsentligt för den typ av produkter som är föremål för internationell handel. De japanska överskotten i handelsbalansen kan därför väntas fortsätta ett tag, i synnerhet som de stärks av oljepriset, men sedan kommer de att minska.

För USA kan noteras ett förbisett förhållande, nämligen att den stora flexibilitet som medfört att amerikansk industri så förbluffande väl klarade dollarprishöjningen, nu blivit en nackdel när dollarn sjunkit. När dollarn steg kunde den amerikanska industrin — i motsats till t ex den svenska i motsvarande överkostnadssituation — upprätthålla sin vinstnivå genom en hänsynslös avveckling av icke lönsam produktion. I Sverige tvingades vi genom Åhmanlagar och Åslingdoktriner att upprätthålla överkapaciteten. När omsvängningen sedan kom, hade vi i Sverige en

stor tillgänglig överkapacitet, som medgav omedelbara produktionsökningar. I USA tar det tid att återigen bygga upp en raserad produktionsapparat. Men i takt med att detta nu sker blir den numera från industriell konkurrenskraftsynpunkt undervärderade dollarn ett hot mot den ekonomiska utvecklingen i bl a Sverige.

2. Den tyska industrin har stärkt sin konkurrenskraft gentemot yenen men förlorat väsentligt i förhållande till USA, vilket snart kommer att sätta sina spår.
3. Den svenska valutakorgens konstruktion har medfört den väntade "devalveringen" av kronan i förhållande till de europeiska valutorna som följd av dollarfallet. Den svenska industrins konkurrenskraft har därigenom stärkts i förhållande till de europeiska konkurrenterna, vilket varit en nåd att stilla bedja om. Det uppväger som helhet väl försvagningen i förhållande till USA. Vi har haft tur.
4. Fransk och belgisk industri har nu allmänt mycket svag konkurrenskraft. I den senaste valutajusteringen (11 jan 87) inom gemensamma marknaden lyckades Frankrike undvika en devalvering genom att tyska marken skrevs upp med 3 procent. Det blir dock bara en galgenfrist. Franska devalveringar blir lika oundvikliga i framtiden som hittills.
5. Norge är synnerligen illa ute. Under olje-boomen lät man saklöst de icke oljerelaterade industrierna slås ut. När jag konsulterades år 1982, varnade jag för den situation som skulle uppstå, om det blev ett oljeprisfall, men ingen ville lyssna. Man satsade allt på det svarta kortet. Om detta slås ut varaktigt, blir

det en industriell katastrof, som kommer att pressa den norska kronan långt under nu aktuella nivåer.

6. Thatcher har genom sin politik skapat Europas största arbetslöshet men samtidigt topptrimmat överlevande företag. Den engelska industristrukturen är som helhet inte konkurrenskraftig i den meningen, att den skulle kunna ersätta ett bortfall av oljerelaterade inkomster och sysselsättning. Pressen mot pundet blir permanent.

Även på denna punkt skulle man kunna säga, att de gamla växelkursteorierna såtillvida visat sig vara tillämpliga

Vår första borgerliga regering på 40 år hamnade i en historisk svensk-topp för selektiva åtgärder inkl socialiseringar.

på dollarutvecklingen att rubbningen från jämviktsläget medfört en process, som tenderat att återställa det. Det kan synas som det bara krävs, att de kompletteras med "biteorier" för amplitudernas storlek respektive deras tidsmässiga längd. Går det att utforma sådana teorier med ett prognosvärde?

Trögheten i anpassningen

Svaret på frågan är enkelt. Det finns ingen möjlighet att göra det med sådan precision, att det kan ge vägledning i prognoser. Anpassningsåtgärderna är till stor del beroende av politiska beslut. Som Erik Lundberg en gång påpekat, är det hart när omöjligt att förutspå politiska beslut. Det är – för att använda hans något drastiska liknelse – inte fråga om intellekt utan om magsyra.

Några exempel från senare år kan belysa detta:

1. Under en följd av år var den svenska kronan starkt övervärderad från konkurrenksynpunkt, vilket bl a jag visade genom publicerade mätningar. Vår industri blev utslagen i en skrämmande utsträckning. Den svenska kro-

Hur bär man sig åt för att förutse, att vallöften saknar betydelse.

- nan var devalveringsfärdig redan 1976 då gapet var 20–30 procent. Vi valde i stället att göra en massiv utlandsupplåning för att kompensera den bristande konkurrenskraften. Det gick att upprätthålla den totala sysselsättningen, dels genom Åhmanlag och Åslingdoktrin – vilket ytterligare försämrade konkurrenskraften – dels genom utbyggnad av den offentliga sektorn och en skicklig arbetsmarknadspolitik. Vi fick uppleva att se vår första borgerliga regering på 40 år hamna i en historisk svensktopp för selektiva åtgärder inklusive socialiseringar. Hur skulle någon kunnat förutse, att detta skulle kunna vara i sex år, utan att man ansåg det vara nödvändigt att göra de enkla undersökningar, som behövts för att fastställa den bristande konkurrenskraften?
2. När dollarn steg till tidigare otroliga höjder sa vi alla, att detta snabbt måste ta slut. Inte skulle Reagan kunna låta industrissysselsättningen falla med flera miljoner anställda, öka budgetunderskotten och handelsunderskotten till ständigt nya rekordsiffror efter att ha blivit vald till president på löften om motsatsen! Vem skulle f ö vara villig att

finansiera detta? Vi känner svaret. Genom den keynesianska politiken skapades en högkonjunktur, som gav fler arbetstillfällen inom tjänstesektorn än vad som fallit bort inom industrin. Arbetslösheten sjönk trots försämrade konkurrenskraft. Och de höga räntorna som följde av budgetunderskotten gjorde att utländska finansierare slogs om dollar för att få finansiera dem. Hur bär man sig åt för att förutse, att vallöften saknar betydelse, och att det går att driva upp räntor till bibliska ockernivåer, och att man kan få respekt trots förvandling av sitt land till världens största gäldenärsnation?

3. Bakom dollarruschen låg de nya enorma spekulationkapitalen, som kunnat förflyttas från land till land efter bästa avkastning och säkerhet. Ingen förutsåg vare sig storleken på detta kapital eller det förhållandet, att den politiska osäkerheten i förening med skyhöga amerikanska räntenivåer skulle kunna åstadkomma en flockning till den tidigare föraktade dollarn på det sätt som skett. I dagens spekulativa värld svarar handelsutbytet bara för en bråkdel av de transaktioner som bestämmer fria växelkurser.
4. En annan typ av exempel visar svårigheten att förutse växelkurserna t o m när man känner de politiska besluten. Den franska industrin har som bekant låg konkurrenskraft. Efter den borgerliga segern i mars 1986 gjorde Frankrike sin femte devalvering sedan 1981 för att höja konkurrenskraften. Den då *planerade* nivån på devalveringen var betydligt lägre än vad som hade behövts, men det *verkliga* utfallet blev ännu lägre. Det blev ca 4 procent mot pla-

nerat 6 och behövt — enligt mina beräkningar — ca 15 procent. Anledning: Den franska valutan är av andra skäl än industriella en ganska stark valuta. Det är inte bara de stora turistinkomsterna som gör det. I den mån det förekommer spekulationer just nu, stöder de ofta francen. Om valutan lämnas åt sig själv, kommer konkurrenskraft och sysselsättning att försämrats ytterligare. För att driva ned francen till för industrin konkurrenskraftig nivå, skulle krävas kraftfulla operationer på marknaden. Vem vågar förutspå, att en borgerlig regering, med svag majoritet i en politiskt känslig situation, kan "spekulera" mot francen, när en stark franc blivit en av de prestigemättade symbolerna för Frankrike som världsmakt?

När Ricardo, Cassel och Ohlin utarbetade sina teorier kunde de förutsätta, att sk störningsfenomen var av kortvarig natur. Det kan vi inte längre. Vad värre är: De stora spekulativa kapitalen gör att det inte finns någon möjlighet att förutse deras storlek och längd med sådan precision, att det kan ge vägledning i den industriella planeringen. Fem—sex år av störningsfenomen kan kosta livet även på industrins giganter.

Slutsats

Det är en truism, att internationell industriell verksamhet måste kunna planeras med någorlunda förutsebar säkerhet för att bli tillräckligt dynamisk för att kunna upprätthålla en stabil, positiv världsekonomisk utveckling. Detta har visat sig inte vara möjligt under de stora svängningar som kännetecknat valutarelationerna under senare år. Det kan frågas hur stora variationer som kan tillåtas utan att fö-

rycka planeringen. Det är en för stor fråga för att behandlas här. Det får räcka med påpekandet, att industrins vinstmarginaler världen runt bara är några enstaka procent och följaktligen ytterst känsliga för störningar.

Det krävs någon form av nytt Bretton Woods. Det blir långt svårare att utarbeta ett formellt system denna gång, trots att man inom den europeiska gemenskapen

Handelsutbytet svarar bara för en bråkdel av de transaktioner som bestämmer fria växelkurser.

redan har ett sådant. Till den industriella komplexiteten har kommit den starkt ökade valutaspekulationen, som måste tämjas. De ansträngningar som ledde till dollarfallet har dock visat, att det inte är en omöjlig uppgift. Tillfället är det bästa på tio år. Reagan har visserligen inte uttalat sig för fasta växelkurser, men han har givit upp sitt tidigare benhårda motstånd mot ett valutasamarbete. Japan står inför sin första depression. Det skapar samarbetsvilja. Europa uppvisar bara ett undantag till förhandlingsvilja, manchesterliberalismens egen apostel, Mrs Thatcher. Hon nekar t o m att gå med i europasamarbetet, eftersom det hindrar England från att möta något som hon betecknar som attacker mot pundet. Men det är verkligheten i form av Ricardos och Cassels gamla teorier, som attackerar pundet, inte några spekulanter. Sedan nu England åter ökat sin arbetslöshet som följd av hennes vettlösa strävan efter ett starkt pund, inses detta bättre av dem som måste vinna nästa val.

Tillfället att åter få en för industrin planeringsbar ordning på torpet har aldrig varit bättre.