
Växelkursernas periodiska fluktuationer

Author(s): G. Silverstolpe

Source: *Ekonomisk Tidskrift*, Årg. 23, häft 12 (1921), pp. 125-137

Published by: Wiley on behalf of The Scandinavian Journal of Economics

Stable URL: <http://www.jstor.org/stable/3472371>

Accessed: 27-06-2016 09:08 UTC

Your use of the JSTOR archive indicates your acceptance of the Terms & Conditions of Use, available at
<http://about.jstor.org/terms>

JSTOR is a not-for-profit service that helps scholars, researchers, and students discover, use, and build upon a wide range of content in a trusted digital archive. We use information technology and tools to increase productivity and facilitate new forms of scholarship. For more information about JSTOR, please contact support@jstor.org.



The Scandinavian Journal of Economics, Wiley are collaborating with JSTOR to digitize, preserve and extend access to *Ekonomisk Tidskrift*

Växelkursernas periodiska fluktuationer.

Av G. Silverstolpe.

Teorien för växelkursen mellan länder med samma myntfot — eller låtom oss för korthetens skull säga guldväxelkursteorien — blev kanske något för tidig betraktad som ett färdigt kapitel i den teoretiska ekonomin. Det hette redan i »Bullion Report», det berömda aktstycket av år 1810: »Your Committee conceive that there is no point of trade, considered politically, which is better settled, than the subject of Foreign Exchanges»,¹ och sedan Goschen, Clare, Bastable m. fl. författare publicerat sina mycket lästa framställningar av guldväxelkursteorien, föreföll det, som om till densamma föga eller intet kunde tilläggas. Författare som dessa gjorde dock inte rättvisa åt guldtransportkostnadernas betydelse för guldväxelkursernas problem. De togo sikte på guldpariteterna och sökte i dessa utgångspunkten för en förklaring av växelkursernas rörelser.² Men såsom exempelvis R. G. Hawtrey i sin i flera avseenden märkliga bok av år 1913, *Good and Bad Trade*, uppvisat,³ verkar tillvaron av transportkostnader för guld det därhän, att växelkursen inom området mellan guldpunkterna bestämmas på samma sätt som växelkursen mellan två pappersvalutor, och guldpariteten har följaktligen ingen som helst ekonomisk betydelse, annat än i så måtto som den är med och bestämmer guldpunkternas läge. Därav följer bl. a., att om tvänne länders handelsutbyte måste föregås av en överflyttning av guld från det ena landet till det andra, så är växelkursens jämviktsläge att söka i en punkt omedelbart innanför ena guldpunkten. Ty när det sista guldstycket vandrat över och jämvikt i guld fördelningen blivit uppnådd, går växelkursen tillbaka en aning, nätt och jämt så mycket som behövs, för att

¹ Avsnitt II, elfte stycket.

² Se t. ex. BASTABLE, *Theory of International Trade*, Ch. V, eller CLARE, *The A B C of Foreign Exchanges*, IV, där dock ett visst tvivel på guldpariteternas betydelse för det teoretiska resonemanget uttryckes.

³ S. 108—9.

guldöverflyttningen icke skall kunna återupptagas. Växelkursens fortsatta vandring i riktning mot guldpariteten måste tendera att framkalla en störning av jämvikten genom ökning av det ena landets och minskning av det andra landets export.

Detta stämmer onekligen illa med den tidigare uppfattningen, som gjorde gällande, att guldpariteten var det naturliga jämviktsläget, kring vilket kursen rörde sig blott för att i tidens längd dit återvända. Men antingen måste man förutsätta, att guldets transportkostnader äro lika med noll, och då kan växelkursen icke ligga annorstädes än i guldparitetens matematiska punkt; eller också har man att räkna med tillvaron av transportkostnader för guld, och då befinnes det, att jämviktskursen, den *ekonomiska* pariteten, kan ligga var som helst mellan guldpunkterna.

Kanske dock icke var som helst, skulle jag för min del vilja tillägga! Tar man hänsyn till växelkursens tendens att röra sig i svängningar å ömse sidor om jämviktsläget, så finner man det område, inom vilket jämviktskursen kan flytta sig, förträngt till en del av marginalen mellan guldpunkterna. Ty säg, att jämviktskursen efter avslutad guldutströmning för ett ögonblick stannat omedelbart innanför den ena guldpunkten! En kortvarig, av någon tillfällighet framkallad kurssvängning i riktning mot den andra guldpunkten går lätteligen tillbaka utan att inverka på jämviktskursen. Men annorlunda, om det kortvariga utslaget går i motsatt riktning. Det kommer då till utströmning av guld, och följden därav blir, att växelkursen i fortsättningen intager ett nytt jämviktsläge, denna gång ett stycke innanför guldpunkten. Gör nu växelkursen utslag även kring det nya jämviktsläget, så flyttas ånyo guld över till det andra landet, och först när det gått därhän, att växelkursens hela utslag i riktning mot guldpunkten rymmes innanför guldpunkten, inträder den verkliga jämvikten i guld fördelningen. På samma sätt finner man, att det på insidan av den andra guldpunkten finnes ett område, där jämviktskursen inte kan stanna, därför att kursens tillfälliga utslag till guldpunkten åstadkommer guldimport, en guldimport, som driver jämviktskursen in mot mitten. Förhölle det sig nu så, att växelkursens variationsområde nära nog täckte hela avståndet mellan guldpunkterna, så skulle växelkursens jämviktsläge vara att söka i guldpariteten eller i den mest omedelbara närhet därav, och den gamla guldväxelkursteorien skulle åtminstone de facto ha rätt. Men vid ett närmare studium av växelkursnoteringar från guld-

myntfotens tid finner man, att guldväxelskursernas fluktuationer i allmänhet avspelades på ett område lika med hälften av marginalen mellan guldpunkterna, och därav följer, att jämviktskursen kunde disponera över ett område, som begränsades av mittpunkterna på vägen från guldpariteten till vardera guldpunkten.

Får nu detta anses riktigt, så gäller det här att gå vidare och beröra växelkursens olika s. k. korrektiv; ty denna lilla uppsats syftar till att ställa vissa frågor rörande växelkurskorrektivens sätt att verka under debatt.

Vi tänka oss två länder med guldmyntfot; vi tänka oss, att guldets transport mellan de två länderna kräver kostnader; vi tänka oss slutligen i enlighet med den klassiska teorien för den internationella handeln, att produktionsfaktorerna icke kunna flyttas från det ena landet till det andra — givetvis är det kapitalets orörlighet, som det här främst kommer an på. Växelkursens enda korrektiv är i så fall, nota bene innanför guldpunkterna, den förändring i de bägge ländernas import och export, som kan åstadkommas av kursrörelser på ömse sidor om jämviktskursen. Vid elastisk efterfrågan å ömse håll öppnar varje liten kursförskjutning en ny liten lucka för export från det ena landet, men stänger samtidigt en lucka för det andra landets export. Den därav framkallade ändringen i tillgång och efterfrågan på handelsväxlar måste tendera att sätta en gräns för kursförskjutningen, ja, att återföra kursen till jämviktsläget. Men så länge kursen ligger i nyss antydda läge eller i ett läge ändå längre på sidan om jämviktsläget, står den nyöppnade luckan i det ena landets export fortfarande öppen. Man kan kalla den växelkurs på sidan om jämviktskursen, som åstadkommer förändringen, för en »varupunkt»; väl är det inte sagt, att den nya lilla exportkvantiteten kommer under en ny rubrik i varuförteckningen, en rubrik, som förut inte figurerat på export-sidan, men ett nytt varuslag och en vidgad export av en redan förut exporterad vara kommer här på ett ut.

Under sådana förutsättningar är varje punkt på vägen från jämviktskursen till endera guldpunkten att beteckna som en varupunkt. Vi få en hel rad av varupunkter med guldpunkten som avslutning; märkas bör dock, att det icke råder full analogi mellan varupunkterna och guldpunkten, ty en kursrörelse ända ut till guldpunkten har en dubbel korrigerande verkan, i det att guldutströmningen dels ökar tillgången på utländska betalnings-

medel, dels ändrar de två ländernas prisnivåer, med påföljd, att växelkursens jämviktsläge ändras, medan varuutströmningen — och hindret för varuinströmning — vid uppnåendet av en varupunkt endast påverkar tillgången på utländska betalningsmedel utan att kunna utöva något märkbart inflytande på guldets värde.

Huruvida sagda korrektiv i praktiken skulle kunna räcka till att hålla kursrörelserna innanför guldpunkternas gränser, är en fråga, som näppeligen behöver upptagas till prövning. I verkligheten har man ju alltid att räkna med möjligheten av betalningsanstånd från endera sidan, d. v. s. tillfällig kapitalöverflyttning, och varupunkternas korrektiv verkar alltså i samarbete med ett annat slag av korrektiv. Till detta andra korrektiv skola vi nu vända vår uppmärksamhet.

Ändras förutsättningarna därhän, att kapital kan överflyttas från det ena landet till det andra, så inträder en ny situation. Såsom den hävdvunna växelkursteorien framhåller, kan en lindrig växelkursstegring vara tillräcklig »to tap an almost unexhaustible source of supply — that of banker's drafts»; orden återfinnas i Clares ovan citerade arbete (VI). En deviation från jämviktskursen, en stegring av kursen på utlandet, som kan väntas gå tillbaka längre fram, är ägnad att framlocka en spekulation i växelkursens väntade tillbakagång. Lyckas spekulanten, erhåller den initiativtagande inländska banken en profit, som täcker dess risk ävensom den kommissionsavgift, som utgår till den korresponderande banken i det andra landet; så framställer Clare saken, och ehuru många olika former för en dylik spekulation i växelkursen äro tänkbara, må vi här nöja oss med det av honom givna schemat.¹ Konkurrensen håller profitmarginalen så trång som möjligt, och på så vis uppkomma på ömse sidor om jämviktskursen två mer eller mindre klart bestämda ytterpunkter — »kreditpunkter», skulle man kunna kalla dem.

Tydligt är, att detta korrektiv för växelkursen mer än eljest måste bli aktuellt, när det gäller växelkursrörelser, framkallade av periodiska förändringar i utrikeshandeln. En stor del av produktionen är bunden till årstiderna, och därför undergår handelsbalansen i många länder förändringar, som återkomma på samma vis år efter år. Ett typiskt exempel erbjuder den svenska handelsbalansen, som under sommaren blir av-

¹ Prolongation av vanliga handelsväxlar genom omsättning är den icke minst viktiga av de många formerna för spekulation i växelkursens framtida rörelser.

gjort positiv, i det att skeppningen av trävaror, trämassa och järn koncentreras till månaderna kring årets mitt.

Stiliserande ett exempel av denna art kunna vi tänka oss två länder, vilka i sin inbördes handel ömsevis, med sex månaders mellanrum, kunna uppvisa ett mindre exportöverskott; under mellantiderna går handelsutbytet, enligt vad vi antaga, jämnt ut. När A har exportöverskott, går B:s växelkurs på A i höjden. Snart kommer emellertid utbudet av finansväxlar på A i gång, och hälften av exportöverskottet täckes med hjälp av dylika växlar; för den andra hälften finnes motfordran på grundval av en föregående, liknande kreditoperation i motsatt riktning. På detta sätt — under halv kvittning och halv prolongering av exportöverskottet — kan det fortgå hur länge som helst. Växelkursen kommer att ömsom uppnå den ena, ömsom den andra kreditpunkten. Vål komma härvid också en del varupunkter med i leken, men verkan därav kan näppeligen störa resonemanget. Ej heller torde det vara nödvändigt att taga hänsyn till den omständigheten, att varje liten förändring i ett lands realkapital måste tänkas utlösa en förändring i den naturliga räntefoten.

Under förutsättning, att de periodiska förändringarna i de bägge ländernas handel kunna väntas återkomma med den fullkomliga regelbundenhet, varmed i ovanstående exempel räknats, böra kreditpunkterna rimligtvis ligga ganska tätt intill jämviktskursen; ty spekulationen i kursrörelserna är här knappast en spekulat, det är frågan om en affär utan någon egentlig risk, och konkurrensen måste följaktligen pressa ned profiten så långt, att den nätt och jämnt räcker till ersättning för det kontorsarbete, som transaktioner av denna art erfordra.

I verkligheten är dock en viss risk förbunden med de valutatransaktioner, som bygga på de periodiska förändringarna i utrikeshandeln. Att den »symmetriska» anordning av ländernas exportöverskott, som förutsattes i det nyss återgivna exemplet, i verkligheten nästan alltid ersättes av ett jämviktssystem med balans mellan en plötslig ansvällning i exporten från det ena landet och ett över resten av året fördelat exportöverskott från det andra landet, är en sak, som inte i och för sig inkräktar på det ovan förda resonemanget. Men en annan sak är, att de periodiska förändringarna i utrikeshandeln, hur pass starkt förankrade i det ekonomiska livet de i det stora hela än må vara, icke kunna väntas vända tillbaka med regelbundenheten hos kosmiska företeelser — detta ehuru

de ytterst gå tillbaka till kosmiska företeelser. En konjunkturförsämring kan åstadkomma oförutsedda förändringar i utrikeshandeln. Och det kan hända, att de periodiska förändringarna för en gångs skull icke förmå göra sig gällande mot andra, mera tillfälliga faktorer, som påverka växelkursen. Den engelsk-amerikanska växelkursen brukar visa en mycket utpräglad periodisk rörelse med maximum för dollarns värde i september eller oktober och maximum för pundets värde under någon av månaderna februari, mars och april. För ett eller annat år, exempelvis år 1911, finner man emellertid denna rörelse utsuddad. Orsakerna till en avvikelse som denna behöva icke i detta sammanhang efterforskas; blotta tillvaron av en oregelbundenhet visar, att en viss risk är förbunden med valutaaffärer av angivna slag.¹

Vi ha alltså att räkna med, att de av de periodiska växlingarna i utrikeshandeln bestämda kreditpunkterna i verkligheten måste lämna en viss marginal öppen också för en mot risken svarande profit. Så mycket kan på rent teoretisk väg konstateras. Ett försök att ur de faktiskt noterade växelkurserna utläsa, inom vilka gränser det här ifrågavarande korrektivet under guldmynstfotens tid utövade sina verkningar, måste anses utsiktslöst, eftersom ett annat och mäktigare korrektiv, hittills inte berört, så gott som alltid blandade sig i spelet; jag syftar på ränteförändringarnas, räntedifferensernas korrektiv. Känt är, att det engelska diskontot förr — före världskriget — var mycket rörligare än diskontot i andra länder, ävensom att årets sista kvartal regelbundet förde med sig en särskilt stark stegring därav.² Att särskilja verkan härav på växelkurserna från verkan av spekulationen i de periodiska kursrörelserna är givetvis omöjligt. Icke desto mindre kan det vara av ett visst intresse att se de faktiska, periodiska kursrörelserna återgivna i siffror, varför den amerikansk-engelska växelkursens »vårmaximum» och »höstminimum» nedan återgivas för åren 1904—1913; Economist's veckonoteringar utgöra källan.

¹ För utjämningen av växlingarna i handeln mellan England och Förenta Staterna gäller givetvis ett annat schema än det ovan återgivna. Det är icke Förenta Staterna utan England självt, som finansierar Englands höstimport; så var det åtminstone före världskriget. Vid höstens början har England samlat ett förråd av dollarfordringar, varmed importöverskottet kan betalas. Men de i förväg företagna »täckningsköpen» kunna givetvis lika väl som de i kursstegringens ögonblick företagna finansväxloperationerna innebära en spekulatio-
i de periodiska kursrörelserna.

² Jfr I. PALGRAVE, *Bank Rate and the Money Market*, London 1903, s. 97 m. fl. ställen.

New York cable transfers.

Dollars för 1 pund sterling.

	Maximum	Minimum
1904	4,8763 (mars)	4,86 (okt.)
1905	4,8833 (febr.)	4,8538 (sept.)
1906	4,88 (febr.)	4,8388 (sept.)
1907	4,8638 (april)	4,86 (sept.)
1908	4,875 (febr.)	4,86 (sept.)
1909	4,8850 (mars)	4,8588 (okt.)
1910	4,8838 (april)	4,855 (aug.)
1911	4,8688 (april)	4,865 (okt.)
1912	4,88 (febr.)	4,8575 (okt.)
1913	4,8875 (mars)	4,8588 (sept.)

Till siffrorna bör den anmärkningen fogas, att guldpariteten utgjorde 4,8665 dollars för 1 p. st., och att guldpunkterna under den tid, som det här är fråga om, kunde anses ligga någonstades i närheten av 4,89 och 4,84.¹ Såsom man finner, vände växelkursen i det övervägande flertalet fall, innan den nådde vederbörande guldpunkt.

Lämna vi nu guldväxelkurserna för att sysselsätta oss med de fullständigt fria valutorna, kunna vi fastslå, att varupunkternas korrektiv ställer sig på precis samma vis för de helt fria växelkursernas som för guldväxelkursernas vidkommande, fränsett att varupunkterna vid fria valutor i stället för att begränsas av guldpunkterna fortsätta ut i det oändliga.² Om jämviktskursen ändras — och vid fria valutor kan den ju ändras hur långt som helst —, så följa varupunkterna med för att gruppera sig kring den nya jämviktskursen på samma sätt som omkring den gamla.

Men med kreditpunkternas korrektiv förhåller det sig på ett annat vis. Medan varupunkternas korrektiv håller sig till nutiden, så sträcker prolongeringen av det ena landets överskjutande fordringar sina verkningar in i en mer eller mindre avlägsen framtid. Förhållandet mellan den nutida och den framtida växelkursen är avgörande för utgången av den valutaspekulation, varav kreditpunkternas läge bestämmes. Nåväl, så länge som jämviktskursen mellan de två fria valutorna kan väntas förbli oförändrad, så länge böra ju kreditpunkterna ligga på ungefär samma

¹ Jfr A. WHITAKER, Foreign Exchange, New York 1920, Ch. XX.

² Den omständigheten, att guldets vid gemensam guldmyntfot utgör den för de två länderna gemensamma penningen men vid fria valutor är en handelsvara bland andra, stör i någon mån jämförelsen, men det är icke nödvändigt att här närmare ingå på den sidan av saken. Som handelsvara får guldets sin varupunkt eller riktigare sina varupunkter.

sätt som vid guldmyntfot; kan man lita på jämviktskursen, så kan man också med framgång spekulera i de regelbundna kursrörelserna på ömse sidor om jämviktskursen. Och det är icke utan att en empirisk bekräftelse på denna sats kan uppdrivas. De sydamerikanska pappersvalutorna från tiden före världskriget erbjuda åtskilligt material av intresse för studiet av de fria valutornas växelkurser; som en speciellt gynnsam omständighet kan det anses, att vid bedömandet av dåtidens sydamerikanska växelkurser på ett guldland som England guldvalutan kan betraktas som ägande ett oföränderligt värde. Och om en av de sydamerikanska växelkurserna på England, den brasilianska, gäller det, att den är alldeles speciellt tillrättalagd för studiet av de periodiska kursfluktuationerna. Brasiliens näringsliv är helt uppbyggt kring kaffeexporten, som normalt ger upphov till ett högst betydande exportöverskott under vissa av årets månader. Om de utomordentligt starka utslag i växelkursen, som det årliga exportöverskottet under pappersmyntperioden 1890—1906 tidvis framkallade, skall i fortsättningen talas; vad som här skall påvisas, är frånvaron av starkare utslag i den engelsk-brasilianska växelkursen under en tid av tre år, då jämviktskursen praktiskt taget förblev oförändrad. Den i engelska pence per 1 milreis uttryckta kursen, som åren 1888—1898 under de häftigaste kastningar upp och ned försämrats från cirka 27 till cirka 7 pence och som åren 1899—1901, likaledes under häftiga kastningar, förbättrats till cirka 12 pence, visade åren 1902—1904 en praktiskt taget fullkomlig stabilisering kring ett medelläge av cirka 12 pence. Efter Economist återgivna kursnoteringar å 3-månaders växlar å London för tredje veckan i var månad te sig för sagda år på följande vis:

Pence pr brasiliansk milreis.

	jan.	febr.	mars	april	maj	juni	juli	aug.	sept.	okt.	nov.	dec.	årsmed.
1902	12,22	11,91	12,03	12,09	12,28	11,88	11,97	12,00	11,94	12,00	12,03	11,34	11,97
1903	11,72	11,78	12,00	12,16	12,56	12,22	12,13	12,09	12,06	12,09	12,03	12,00	12,07
1904	12,25	12,38	12,16	12,22	12,13	12,00	12,06	12,06	12,19	12,50	12,41	13,41	12,31

Den största under en viss månad förekommande deviationen från årsmedeltalet befinnes uppgå till 5 %, nota bene om man bortser från decembersiffran för år 1904, en siffra, som betecknade inledningen till 1905 års starka kursstegring. I det stora hela var marginalen för de tillfälliga växelkursrörelserna betydligt trängre, än vad nyss anförda siffra

5 % anger. Nu är det visserligen sant, att kursrörelserna vid guldmyntfot stanna inom en ändå mycket trängre marginal. Men icke desto mindre kan man göra gällande, att den brasilianska växelkursens utslag under åren 1902—1904, under de år, då jämviktskursen utmärkte sig för en högst förträfflig stabilitet, bra mycket mera liknade växelkursernas utslag vid guldmyntfot än pappersmyntkursernas starka fluktuationer under tider av betydande växlingar i jämviktskursen, fluktuationer, som vi nu gå att stifta närmare bekantskap med.¹

Återupptaga vi det teoretiska resonemangets tråd, måste vi ge oss in på vissa psykologiska förhållanden, som det väl kan vara svårt att komma till rätta med, men som ha sin avgjorda betydelse för resonemanget. Det gäller icke längre blott vad människor borde göra, om de klart genomskådade de ekonomiska företeelserna, utan vad de i verkligheten, drivna av mer eller mindre oklara motiv, företaga sig. Vi måste då konstatera, att den skillnad mellan förändringar i jämviktskursen och tillfälliga kursrörelser, som ett vetenskapligt betraktelsesätt tvingar oss att räkna med, näppeligen existerar för affärsmannen, när han i dagliga livet befattar sig med växelkursernas rörelser i nutid och framtid. I verkligheten räknas den ena förändringen lika god som den andra; så t. ex. anser en svensk innehavare av en dollarfordran, att han gör förlust, om den svenska noteringen å dollars faller, även om kursfallet i realiteten endast är ett uttryck för att den svenska kronans köpkraft gent emot varor ökats, medan den amerikanska dollarns köpkraft mot varor förblivit oförändrad.

Därav synes nu följa, att man i landet A ogärna låter fordringar å landet B, utställda i B:s valuta, prolongeras, ävensom att finansväxlar å A i A:s valuta med svårighet kunna arrangeras, om det kan väntas, att A:s växelkurs å B — enligt svenskt uttryckssätt — i fortsättningen kommer att falla; och har kursen en längre tid hållit på att falla, så växer sig gärna tron på ett fortsatt fall fast. Rimligtvis bör då ett periodiskt överskott i A:s export åstadkomma en mycket kraftig nedpressning av växelkursen å B, ty först när växelkursen å B blivit så starkt nedpressad,

¹ Det bör måhända tilläggas, att Brasiliens export under åren 1902—1904 på intet vis stod tillbaka för exporten under föregående och efterföljande år. Tilläggas bör också, att schemat för utjämningen av Brasiliens exportöverskott delvis är ett annat än det, varmed ovan räknats och i fortsättningen räknas; den grundläggande principen är emellertid densamma, varför en granskning av det tekniska förfarandet här icke erfordras.

att man kan räkna på att den naturliga reaktionen i växelkursen efter exportöverskottets ersättande med importöverskott icke uppslukas av växelkursens allmänt fallande tendens, först då kommer A:s kreditgivning till B i gång, med resultat att luckan i betalningsbalansen fylles och en gräns sättes för nedgången i växelkursen å B. Till utjämningen bidrager naturligtvis också, att en anseelig rad varupunkter mobiliseras.

Men omvänt bör utsikten till en fortgående förflyttning av jämviktskursen i motsatt led, till fortgående stegring av växelkursen å B, verka i riktning att utjämna den sänkning av växelkursen å B, som A:s exportöverskott tenderar att framkalla. Ty om en stegring av växelkursen å B kan väntas — och en längre tids stegring bör ju framlocka en sådan förväntan —, så ter sig en prolongation av fordringar å B i B:s valuta lockande, och likaledes komma finansväxlar å A i A:s valuta lätt till stånd. Endast en lindrig sänkning av den i A noterade växelkursen å B erfordras då, för att den överskjutande skulden skall kunna utjämnas.¹

Härav följer då, att om växelkursen mellan två länder, C och D, vilka växelvis ge varandra kredit i samband med uppträdandet av periodiska förskjutningar i den inbördes handeln, år efter år undergår en fortgående ensidig förskjutning, så att C i tidens längd får betala mer och mer för D:s valuta, så kommer D:s exportöverskott att starkt höja C:s växelkurs på D, medan C:s exportöverskott endast åstadkommer en svag sänkning av C:s växelkurs på D.

Är det nu möjligt att ur verkligheten få belägg för dessa teoretiska spekulationer? Härpå måste svaras, att det är ganska svårt att av faktiskt givna växelkursnoteringar få besked i saken. Granska vi Brasiliens växelkurs å England för åren 1899—1901 och 1905—1906, varunder den brasilianska valutan starkt förbättrades i förhållande till guldet, ävensom för åren 1890—1897, varunder omvänt en stark försämring av den brasilianska valutan ägde rum, finna vi, att de mot kaffeexportens upptagande svarande utslagen i växelkursen på England under samtliga dessa år, såväl under uppgångens som under nedgångens dagar, förblevo mycket kraftiga. Följande sammanställning återgiver Brasiliens växelkurs å England under åren 1890—1897, 1899—1901 och 1905—1906; siff-

¹ Utsikterna till fortgående förändringar av växelkursen i viss riktning böra ju även vid frånvaro av periodiska förskjutningar i utrikeshandeln öva inflytande på växelkursen. Denna omständighet synes dock icke utgöra något hinder för utvecklingen av ovan återgivna resonemang.

rorna avse liksom de förut återgivna tredje veckonoteringen i var månad, och källan är liksom förut Economist.

Pence pr brasiliansk milreis.

	jan.	febr.	mars	april	maj	juni	juli	aug.	sept.	okt.	nov.	dec.	årsmed.
1890	26,25	24,38	22,44	21,25	21,00	22,38	23,50	22,50	22,38	22,63	22,25	22,00	22,75
1891	19,25	19,75	18,00	18,13	16,25	18,31	16,50	15,00	15,75	14,50	10,88	11,88	16,18
1892	12,50	12,00	11,75	11,50	11,25	11,06	10,50	10,27	11,19	15,25	13,25	13,44	12,00
1893	13,38	13,38	12,88	12,75	11,50	11,50	10,75	12,13	12,25	10,63	10,63	10,13	11,83
1894	10,19	9,63	9,88	9,25	9,81	9,31	9,25	9,44	10,13	12,94	12,06	11,00	10,24
1895	10,50	9,69	9,56	9,63	9,19	9,38	11,25	10,94	10,50	10,31	9,31	9,31	9,96
1896	9,19	9,06	8,81	9,09	9,97	9,94	9,75	9,19	8,78	8,66	8,19	8,88	9,13
1897	8,94	8,56	8,03	7,97	7,66	7,66	7,50	7,50	7,13	7,47	7,13	7,16	7,75
.
1899	7,44	7,41	6,97	7,00	7,78	8,03	8,16	8,00	7,75	7,22	6,94	7,03	7,48
1900	7,81	8,03	8,41	8,38	8,78	9,78	12,50	10,38	10,06	10,28	10,53	9,94	9,57
1901	10,00	10,94	11,59	12,34	12,25	11,50	10,81	10,44	11,31	11,63	11,97	12,72	11,46
.
1905	14,00	13,91	13,97	16,34	16,13	16,31	16,94	17,56	17,34	15,81	16,47	16,94	15,98
1906	17,13	17,31	16,34	14,91	15,91	16,75	17,00	16,94	16,16	15,59	15,50	15,50	16,25

Granskar man siffrorna, finner man i ett stort antal fall ett mycket utpräglat maximum kring årets mitt. Toppkursen ligger ett år ända till 30% över årets medelkurs och i allmänhet minst 10% över medelkursen. Och det är näppeligen möjligt att påvisa en skillnad i kursens zickzack-rörelser under den fortgående valutaförsämringens och den fortgående valutaförbättringens år. De mot Brasiliens exportöverskott svarande fluktuationerna i växelkursen voro minst lika häftiga under den tid, då den brasilianska valutan försämrades, som under den tid, då 1 milreis fick sin motsvarighet i ett växande antal pence.

Det rika material av växelkursnoteringar för fria valutor, som tiden efter världskrigets utbrott skänkt oss, synes icke heller ge önskat besked. Den svenska sommarexportens verkan på de utländska växelkurserna kan med lätthet avläsas i kursnoteringarna från samtliga år efter världskrigets utbrott, låt vara, att ett eller annat år har vissa oregelbundenheter att uppvisa; det sista gäller framför allt om innevarande år, men så ha också exportförhållandena i år varit allt annat än normala. Låter sig då en tendens till utjämning av den vanliga, sommaren och hösten tillhörande vågdalen i våra utländska växelkurser påvisa för ett år som 1919, då växelkursernas kärnlinjer påtagligen voro stadda i en långsamt uppåt-gående rörelse? Nej, även år 1919 gjorde sig den sedvanliga sänkningen

av sommarens och höstens växelkurser påmind. Och det vore äventyrligt att vilja draga någon slutsats av den omständigheten, att utslaget detta år icke var fullt så starkt som vissa andra år.

Den engelsk-amerikanska växelkursen, som efter »the unpegging of the exchange» våren 1919 på nytt givit mycket karaktäristiska utslag för de periodiska växlingarna i den amerikanska exporten, kan icke heller förse oss med något avgörande bevismaterial. När allt kommer omkring, behövs det nog ändå mera material, än det som vi redan välsignats med, för att ett statistiskt studium av växelkursernas periodiska fluktuationer skall lämna säkra resultat.

Det låter sig för visso tänka, att det icke är alldeles helt med det ovan gjorda antagandet, att en längre tids fortgående stegring eller sänkning av jämviktskursen, av växelkursens »kärnlinje», föder tron på fortsatt rörelse i den inslagna riktningen. Det är tänkbart, att affärslivets män om växelkursernas framtida rörelser inte tro någonting alls. Om nu det empiriska studiet av växelkursernas rörelser ger vid handen, att kreditpunkterna flyttas utomordentligt långt ut, i vilken riktning jämviktskursen än rör sig, huru skall då förklaringen lyda? Den måste kanske lyda så, att under tider av osäkra valutaförhållanden farhågorna för att vederbörande främmande valutas notering i det egna myntet skall sjunka övertväga förhoppningarna om att den skall stiga. Väl kunna inte alla länders utländska växelkursnoteringar sjunka på en och samma gång — det är ju logiskt orimligt — men det kan för visso tänkas, att man i alla länder hyser den uppfattningen, att spekulation i utländsk valuta innebär ett mer av risker än av vinstutsikter, nota bene, så länge växelkursernas kärnlinjer fortsätta att röra sig upp eller ned. En allmän motvilja mot engagemang i utländska valutor kan tänkas räcka ganska långt som förklaring på kreditpunkternas utflyttning i tider av ovissa valutaförhållanden.¹

Ganska säkert är det, att en stabilisering av de nutida fria valutornas jämviktskurser skulle medföra en sammanträngning av kreditpunkterna. Med jämviktskurserna hjälpligt fastlagda får spekulationen i de periodiska växelkursrörelserna fastare mark under fötterna. En viss utveckling i

¹ En framstående svensk bankman framhöll nyligen på tal om diskontots verkan på växelkurserna, att »de nuvarande oerhörda växlingarna i kurserna omöjliggjorde spekulationer i ett annat lands högre diskonto; ett par procents högre ränta vore icke att föredraga, om man samtidigt riskerade att förlora sitt kapital». Lika litet kunna då smärre kursrörelser förslå att animera spekulationen i kursdifferenser.

riktning mot bättre organisation av den internationella valutahandeln kan redan nu skönjas; givetvis är det England, som härvidlag går i spetsen, samma England, som förr ombestyrde den internationella affärsvärldens betalningar, och som måste vara intresserat av att återvinna sin ställning som den internationella handelns förläggare och förmedlare.

Till granskningen av kreditpunkternas roll som korrektiv för de periodiska rörelserna i de fria valutornas växelkurser — en granskning, som måst avslutas med frågetecken och icke med punkt — skulle jag vilja lägga en erinran om att räntedifferensernas korrektiv under den hittills gångna delen av den nuvarande pappersmyntperioden helt blivit försatt ur spel. Bank of England sköter icke längre växelkurserna genom vridningar på diskontots skruv. Detta förhållande är onekligen ägnat att ur både teoretisk och praktisk synpunkt förläna de andra växelkurskorrektiven ökat intresse.

