

FORANSTALTNINGER TIL STABILISERING AF VALUTAEN I ENGLAND, U. S. A., FRANKRIG, HOLLAND OG SVEJTS

Af D. G. Diemer¹⁾.

A. Sammenligning af de forskellige Valutafonds Oprindelse, Udvikling og Virkemidler.

De store, offentlige Fonds til Regulering af den udenlandske Værdi af et Lands Penge er absolut ikke den mindste af de Nydannelser, der siden 1931 har fundet Sted i Landenes Pengesystemer. Indtil de seneste Aar tog Regeringerne ingen Del i Valutamarkedets Forretninger. Derfor repræsenterer denne nye Fremgangsmaade saavel en principiel som en teknisk Forandring; thi Valutafonden, der i Almindelighed ledes af Centralbanken eller arbejder i snæver Tilknytning til denne, intervenserer aktivt i Markedet med det Formaal at fastlægge Udsving i Kurserne indenfor de Grænser, som Autoriteterne fra Tid til anden maatte anse for ønskelige.

Eftersom Valutafonden er et aktivt, pengepolitisk Instrument, kan den ikke naa sin fulde Effektivitet, hvis dens Virksomhed skal udføres for fuld Offentlighed. Selv om den er udrustet med enorme Ressourcer og ledet med den største Dygtighed, der kan skaffes, maa der dog Hemmelighed om dens Transaktioner til for at sætte Prikken over i'et, d. v. s. for altid at faa det sidste Ord ved Fastlæggelsen af Valutakurserne. Af denne Grund er Valutafonds, hvor de saa er blevet oprettede, beskyttede paa alle tænkelige Maader mod, at der for let kan skaffes Oplysninger om deres Handlinger og Politik. Fuldstændigt Mørke — og Lejlighed til helt fri Disposition over enorme, offentlige Midler — er blevet accepteret og erkendt som værende en Nødvendighed af f. Eks. den engelske Finansminister og Direktøren for Frankrigs Bank. Som Følge heraf vides der kun lidt om, hvorledes disse Fonds virker, undtagen i al Almindelighed, og endnu mindre vides om deres Position fra Tid til anden. Skønt mange Mennesker

¹⁾ H. D.

har vist sig meget dygtige til at gætte om S sammensætningen af f. Eks. den engelske Fond, saa kan det gerne være, at deres Afsløringer skyldtes deres Lyst til at se Lys, hvor der faktisk kun var Bælgmærke. I Virkeligheden er det eneste, vi med Bestemthed ved om de forskellige Fonds, det, at vi ved meget lidt. Men selv indenfor de snævre Grænser, som sættes af Statutternes Indhold, og de Slutninger, der kan drages heraf, er det imidlertid Umagen værd at sammenligne Maaden, hvorpaa de forskellige Fonds er oprettede og virker. Vi maa til Dels holde os til indirekte Slutninger, men her vil kun blive benyttet saadanne, der finder tydelig Bekræftelse i Kendsgerninger.

Den britiske Valutakontrol.

Lad os først se lidt paa Udviklingen af den engelske »Exchange Equalisation Account« for at faa et Grundlag for Sammenligning med de Fonds, der er oprettet i andre Lande. Det vil være bekendt, at Fonden blev dannet i Juni 1932 og fra Starten blev forsynet med £ 150 Millioner engelske Skatkammerveksler foruden £ 25 Millioner andre Aktiver, der blev overtaget fra en gammelt ubenyttet Regeringsfond. Da disse Midler efter et Aars Forløb havde vist sig utilstrækkelige, blev der skaffet Udvej for en yderligere Kapitaltilførsel paa £ 200 Millioner igennem Skatkammerveksler, og endelig i Slutningen af Juni Maaned i Aar foretoges endnu en Tilførsel paa £ 200 Millioner, hvilket bragte Summen af de Midler, der efterhaanden er stillet til Valutafondens Disposition, op paa det kolossale Beløb af ialt £ 575 Millioner.

Skønt der ikke er blevet givet nogen officiel Forklaring med Hensyn til Fondens Virkemaade, anses de grundlæggende Principper i det store og hele for at være kendte. Fremstillet paa den enkleste Maade, kan det beskrives saaledes, at naar Efterspørgslen efter Sterling bliver større end ønsket, saaledes at dens Vekselkurs har en Tendens til at stige mere, end det er ønskeligt, bliver Sterling solgt af Kontrollen og fremmed Valuta eller Guld købt; herved gaar Fondens Beholdning af Skatkammerveksler (Treasury Bills) eller dens andre Sterlingaktiver ned, og Beholdningen af Guld eller fremmed Valuta vokser. Imidlertid bliver fremmed Valuta — efter hvad man kan skønne fra Overenskomsten om Samarbejde mellem de amerikanske, franske og engelske Autoriteter — nutildags næsten øjeblikkelig ombyttet med Guld, saaledes at Fondens Sterlingaktiver falder og dens Guldbeholdning vokser. Har derimod Sterling en svagere Tendens, end ønsket, køber Kontrollen Sterling op i Markedet, og dens Guldbeholdning formindskes. Og eftersom Fonden ikke ønsker at holde store Beholdninger af Sterling

uvirksomme, vil den formentlig paany investere de nylig erhvervede Sterling i Treasury Bills.

Det synes indlysende, at omend Sterlingkursen lejlighedsvis er blevet støttet, saa har den overvejende Del af Virksomheden været den modsatte Vej; Kontrollen har maattet sælge Sterling for at holde Værdien nede paa Grund af de store Overførsler af Kapital fra andre Valutaer til Sterling. Tilsyneladende har denne Bevægelse været saa kraftig, at selv de store Ressourcer, der blev nævnt ovenfor, viste sig utilstrækkelige.

Gennem Udførelsen af sine Opgaver har Fonden erhvervet sig store Guldmængder, og fra Tid til anden har den overført Guld til Bank of England og modtaget Sterling som Betaling. Allerede i en Del Aar har der ikke været nogen Grund til, at Banken skulde ønske at styrke sin Guldbeholdning, der var stor nok til at efterkomme Statutternes Krav, den opfyldte desuden sin psykologiske Funktion men ellers tjente den ikke noget praktisk Formaal. Heraf maa følge, at Bank of Englands Overtagelse af Guldet hovedsagelig har haft til Hensigt at tjene Fondens Formaal. Det Guld, Banken overtager, optages i den ugentlige Balance til den i Statutterne fastsatte Pris, ligesom det, der allerede er i Beholdningen, nemlig ca. 85 sh. per Ounze rent Guld; heraf maa atter sluttes, at Kontrollen kun modtager dette Beløb for Guldet, skønt den har købt det til en meget højere Pris: indtil og til Dels over 140 sh. per Ounze. Forskellen mellem disse to Priser, den ene fast og den anden varierende, bliver formodentlig ført paa en midlertidig Konto mellem Kontrollens Aktiver, der kun kan udlignes, saafremt Bank of Englands Guldbeholdning en Dag bliver opskrevet under et eller andet nyt Statut, som Parlamentet maatte vedtage. Endvidere bliver den faste Grænse for Fondens Sterlingaktiver flyttet ved dette Videresalg af Fondens Guld til Bank of England.

Meget Blæk er blevet anvendt paa Artikler, der ud fra indirekte Beviser og tvivlsom Ræsonneren fastslog Virkningerne af Kontrollens Dispositioner paa Pengemarkedet i London. Det er indlysende, at naar store Kapitalbevægelser finder Sted til eller fra andre Valutaer, saa maa disse Transaktioner have en stor Indflydelse paa det Antal Treasury Bills, der er til Raadighed i Markedet, og dette er i sig selv en Ting af stor Betydning. Det meste af Indholdet i Artiklerne drejede sig om Virkningerne af Kontrollens Dispositioner paa Bankernes Kontantbeholdninger og gennem disse paa Totalbeløbet af Indskud i Bankerne. Selvsagt vil et Salg af Treasury Bills fra Kontrollen til Bank of England bringe den samlede Kontantmasse op, ganske ligesom Tilfældet er med ethvert andet af Bank of Englands Køb. Paa

den anden Side vil et Salg af Treasury Bills fra Kontrollen til Markedet ikke have denne Virkning. Mulighederne kan varieres i det uendelige; men eftersom Bank of England selv leder Kontrollen, er Diskussionen forfejlet. Transaktioner foretagne af Bank of England, men med Fondens Midler, formindsker ikke paa nogen Maade Bankens Ansvar for at kontrollere Kontantmassens Størrelse, for Banken kan sideordne sine egne Operationer og dem, den foretager for Kontrollen, og paa denne Maade udvide, indskrænke eller stabilisere Kontantmassen i Overensstemmelse med, hvad de almindelige Betingelser kræver.

En lille Ulempe ved denne Fremgangsmaade maa fremhæves. Overtagelse af Guld af Bank of England fra Kontrollen kan ikke, da den modsvares af et udvidet Seddelomløb, blive imødegaaet i dens Virkning paa Kontantmassen undtagen ved Salg af nogle af de indtægtsgivende Aktiver i Bankens Banking Department, og dette er en Fremgangsmaade, som ikke kan fortsættes i det uendelige. Denne Kendsgerning indskrænker dog ikke Bankens Evne til at overtage Guld fra Kontrollen. Vi saa sidste December, at det udækkede Beløb af Sedler kan blive reduceret, efterhaanden som Guld overtages. Virkningen heraf er, at de indtægtsgivende Aktiver i Issue Department — hvis Provenue gaar til Finansministeriet — bliver reducerede, medens de indtægtsgivende Aktiver i Banking Department forbliver uforandrede. Finansministeriets Billigelse af Transaktionen maa indhentes; men den foran nævnte Slutning holder ikke desto mindre Stik, nemlig at Kontrollens Virksomhed, eftersom den er ledet af Bank of England selv, ikke svækker Centralbankens Magt og Ansvar for Ledelsen af den kontante Basis for Bankernes Kassebeholdninger. Tværtimod, da ved Kontrollens Hjælp Midlerne til aktiv Indgriben i Markedet er blevet meget større og desuden ikke afslører sig i offentliggjorte Tal, er Bank of Englands Magt som Helhed vokset.

Samtidig med den sidste Forhøjelse af Valutafondens Midler fra £ 375 Millioner til £ 575 Millioner løftedes en lille Flig af den Hemmelighedsfuldhed, hvormed den engelske Fonds Stilling hidtil har været omgivet. Finansministeren lovede for Fremtiden hver 31. December og 30. Juni at offentliggøre Fondens Status for henholdsvis 30. September og 31. Marts. At denne sparsomme Oplysning nu roligt kan gives, er et Tegn paa den Fremgang, der har fundet Sted siden de vanskelige Tider i 1931—32. Disse Data vil desuden være en Hjælp for Studiet af den foregaaende Tids Bevægelser paa Valuta- og Penge-markedet.

Den 31. Marts i Aar var Fondens Midler paa ialt £ 375 Millioner anvendt paa følgende Maade:

Guld til en Værdi af 140 sh pr. Ounze ¹⁾	£ 186.7 Mill.
Beholdning af fremmed Valuta, ganske ringe ²⁾ ..	£ — »
Anslaaet Tab paa Salg af £ 180 Mill. Guld til Bank of England til statutmæssig Pris 85 sh pr. Ounze ²⁾	ca. £ 105.0 »
Sterlingaktiver ²⁾	ca. £ 90.0 »
	<hr/> ca. £ 375.0 Mill.

De anførte £ 90 Mill. i Sterlingaktiver er uden Tvivl næsten helt anvendt til Køb af Guld i Tiden fra ³¹/₃ til Slutningen af Juni, da den sidste Tilførsel af £ 200 Mill. til Fonden fandt Sted.

Den amerikanske Stabiliseringsfond.

Vi gaar nu over til at se paa De forenede Staters Stabiliseringsfond, oprettet efter Bestemmelser i The Gold Reserve Act af Januar 1934. I Slutningen af denne Maaned nedskrev Præsidenten — i Kraft af en Bemyndigelse, han allerede var i Besiddelse af — Dollarens Guldværdi. Stigningen i Værdien af Nationens Beholdning af Guld regnet i Dollar, blev først overført til Finansministeriet. Faa Maaneder efter blev 2000 Millioner af denne Fortjeneste, eller mere end ²/₃, med Præsidentens Billigelse overført til en Stabiliseringsfond, der under Kontrol af Finansministeren skulde tjene til at stabilisere Dollarens udenlandske Værdi. Fonden eksisterede under denne første Lov til Januar 1937, paa hvilket Tidspunkt dens Eksistens blev forlænget ved en ny Lov yderligere to og et halvt Aar frem i Tiden.

I Modsætning til den engelske begyndte den amerikanske Fond saaledes ikke som andet end en Post i en Balance. Der var ikke nogen ny Institution med nyskabte Aktiver, der kunde sælges i Markedet, hvis det krævedes. De sædvanlige, regelmæssige Saldobalancer over Finansministeriets Aktiver og Passiver viste paa Aktivsiden det Guld til en ny, højere Værdi, der var blevet overtaget fra Federal Reserve Bankerne eller erhvervet ved direkte Køb, og paa den anden Side de forskellige Passiver for Udstedelse af Guldcertifikater o. s. v. Imellem disse Forpligtelser fandtes meget rigtigt en Post »Stabiliseringsfond 1,800 Millioner Dollars«. Der var Grund til at tro, at Differencen mellem denne Sum, og den Sum, der var tildelt Fonden ved Lov, repræsenterede det første Skridt henimod en Mobilisering af Fondens Ressourcer. Det synes, som om nye Guldcertifikater for 200 Millioner var blevet udstedt og overleveret til Federal Reserve Bankerne i Løbet af et vist Tidsrum, og Finansministeriet havde saa som Betaling modtaget en tilsvarende Godskrivning paa dets Konto hos Bankerne. Hvad

¹⁾ Meddelt af Finansministeren.

²⁾ Beregnet af »Economist« for ²/₃ 1937.

der imidlertid kan fortælles med Bestemthed, gengivet efter en officiel Beretning, er, at i Januar 1935, da der herskede alvorlig Tvivl om Højesterets Syn paa »Guld klausulerne«, arbejdede Fonden meget energisk for at holde Dollarens udenlandske Værdi. Og dog blev ikke mere end de første 200 Millioner af Fondens Dollars bragt i Anvendelse den Gang, og det ses ikke nogen Steder, at der senere skulde være blevet søjet noget til Fondens aktive Dollarressourcer.

Af den store og næsten uafbrudte Strøm af Guld til de Forenede Stater maa man kunne slutte, at det snarere har været Fondens Opgave at holde Dollarens Værdi nede end at holde den oppe, hver Gang Indgriben har været nødvendig. Det meste af det Guld, der kom ind, er imidlertid blevet købt direkte af Finansministeriet fra de importerende Banker uden Indgriben fra Stabiliseringsfondens Side, og det er derfor vigtigere at undersøge Virkningen af disse Forretninger, selv om de ikke strengt taget er en Del af Fondens Virksomhed.

Den afgørende Faktor er, at i de seneste Aar er Finansministeriets Guldbeholdning vokset betydeligt, og ethvert Guldkøb fra Autoriteternes Side bringer nye Midler ud i Markedet og skaber yderligere Kontantreserver til Bankernes Disposition. Dette har til Dels været Aarsagen til den vedholdende Likviditet i Banksystemet og den overvældende Overflod af Midler uanset Forhøjelsen ved Lov af Forholdet mellem Bankernes Kassebeholdninger og deres Indlaan.

Den voksende Spekulationsinteresse paa Aktiebørsen har i den sidste Tid foraarsaget en Uro angaaende de Virkninger, fortsatte Guldkøb kan have, og den Mulighed har været antydnet, at man skulde hindre Kreditudvidelse i at opstaa paa denne Maade. Reservebankernes Stilling var ikke en saadan, at de let kunde foretage Salg af deres Værdipapirbeholdninger i et tilstrækkeligt stort Omfang til at imødegaa den inflationistiske Virkning af Finansministeriets fortsatte Guldkøb. Desuden vilde Salg af Værdipapirer fra Reservebankernes Side have haft en Tendens til at højne Rentesatserne og saaledes modvirke Finansministeriets Rentepolitik. Der maatte findes en anden Maade at neutralisere Virkningen paa, og saa fandt man paa den saakaldte »Steriliseringsmetode«, som blev paabegyndt i December 1936.

Efter denne Fremgangsmaade skal Guld, der indgaar i Finansministeriet, ikke udlignes ved Udstedelse af nye Guldcertifikater, der indgaar i Reservebankernes Beholdninger som Kontanter, men ved Udstedelse af Statsobligationer, der skal sælges i Markedet. Forudsat at Publikum køber disse nye Obligationer, bliver de nye Bankindskud, der naturligt følger af Finansministeriets Køb af Guld, saaledes straks

absorberede i de nyskabte Obligationer. Resultatet er, at Guld, der kommer ind i Landet, ikke — i Modsætning til den tidligere Fremgangsmaade — forhøjer Bankernes samlede Indskudsmængde eller deres Kassereserver hos Federal Reserve Bankerne. Den eneste Følge er en lige stor Vækst i Finansministeriets Aktiver og Passiver, skønt det maa bemærkes, at Finansministeriets Rentebyrde vokser lidt. Saa fremt Bankerne selv aftager de nye Papirer, er der en lige stor Stigning i deres Forpligtelser overfor Indskydere og i deres indtægtsgivende Aktiver. Resultatet heraf er en Nedgang i Forholdet mellem deres Kontantbeholdning og Passiverne og altsaa en Nedgang i den overdrevent store Kassebeholdning, som de holder ud over, hvad Loven forlanger af dem. I alle Tilfælde er det indkomne Guld blevet forhindret i at forhøje Bankernes Kontantreserver eller de Kapitaler, der søger Beskæftigelse i et allerede overfyldt Marked. Det første Tegn paa denne neutraliserende Fremgangsmaade saas i Finansministeriets daglige Balance for 24. December 1936, der indeholdt en ny Post: »Uvirksomt Guld 14,8 Millioner«; midt i April i Aar var Summen næsten 400 Millioner Dollars, ved Udgangen af Maj naaede den 750 Mill., og nu overstiger den 1 Milliard Dollars.

Det vil ses, at den Teknik, hvorefter Dollarens internationale Værdi reguleres — en Opgave, der væsentligst paahviler Finansministeriet og kun for en meget lille Dels Vedkommende Stabiliseringsfonden — er blevet forbedret, saaledes at ogsaa det indenlandske Marked sikres mod uønskede Virkninger af de officielle Valutatransaktioner, der er blevet nødvendige paa Grund af det store Omfang de internationale Kapitalbevægelser har taget. Dog forbliver der én fremtrædende Forskel mellem den britiske og den amerikanske Maade at regulere Valutaen paa, der enklest kan beskrives saaledes: den stærke Strøm af Guld i én Retning og den allerede overdrevne Likviditet i det amerikanske Banksystem har gjort det vanskeligere derovre at forhindre den ekspansive Virkning paa Pengesystemet paa et Tidspunkt, hvor yderligere Ekspansion i hvert Fald ikke er positivt ønsket.

Før vi gaar over til at se paa de Valutastabiliseringsfonds, der er i Virksomhed paa Fastlandet i Europa, vil det være praktisk at henvise ganske kort til det belgiske Eksperiment. Det vil huskes, at Belgiens Valuta blev devalueret i Marts 1935, og at en Del af Avancen paa Guldbeholdningen og Nationalbankens Beholdning af fremmed Valuta blev anvendt til Etablering af en »fonds d'égalisation des changes«, der som Regeringens Ejendom skulde forvaltes af Nationalbanken. Da det blev nødvendigt at intervenere i Markedet, var Nationalbanken i Stand til ved egne Midler at gøre det i det Omfang, Situationen

krævede; heraf fulgte, at Fonden aldrig blev bragt i Anvendelse. Da den nye Guldværdi for Belgas blev fastsat i Marts 1936, blev Fonden opløst, og det Beløb, den havde til Gode hos Nationalbanken, blev overført til Finansministeriet. Belgien har saaledes ikke nu nogen særlig Valutafond udskilt fra Nationalbankens Ressourcer.

Af meget større Interesse er de Fonds, som blev skabt i de Lande, der indtil September sidste Aar udgjorde en hensygnende Guldblok, fordi de paagældende Fonds stadig eksisterer og er i Aktivitet. Der er stor Forskel paa dem, hvilket til Dels skyldes den forskellige Fremgangsmaade, der blev anvendt ved Valutaernes Tilpasning. Kort fortalt, saa blev den franske Frank devalueret med en bestemt Procentdel og fik en Margin til senere endelig Tilpasning; den svejtsiske Frank blev behandlet paa lignende Maade, medens derimod den hollandske Gylden, ligesom Sterling, blev løst fra sin statutmæssige Guldparitet, men ikke devalueret i dette Ords egentlige Forstand. Den engelske Fremgangsmaade med kontrolleret Valutanedskrivning blev foretrukket af Hensyn til Tidens Usikkerhed, og i den aller sidste Tid er ogsaa Frankrig gaaet over til denne Fremgangsmaade, efter at det har vist sig ugørligt at holde Franken indenfor den nævnte Margin.

Frankrig.

Den franske Lov af 1. Oktober 1936 om Rigets Mønt, efter hvilken Franken blev devalueret, bestemte ogsaa, at der skulde oprettes en »Fonds de stabilisation des changes«, der skulde ledes af Banque de France paa Finansministeriets Vegne med det Formaal at kontrollere Forholdet mellem Franken og andre Valutaer indenfor de Grænser, der var fastsat for den nye Franks Guldinhold. En Kontrakt mellem Finansministeriet og Banken bestemte, at 10.000 Millioner Frank, eller lidt over $\frac{2}{3}$ af Avancen paa Bankens Guldbeholdning skulde overføres til Fonden, og Direktøren for Banque de France bekræftede, at han havde overladt Fonden Guld for Beløbet af den opskrevne Guldbeholdning. Fonden var saaledes i Stand til at støtte Franken ved Salg af Guld mod fremmed Valuta, hvis det skulde være nødvendigt. Hvis paa den anden Side Udlandets Efterspørgsel efter Frank skulde blive særlig stor, enten paa Grund af en stor Hjemtagelse af franske Midler i Udlandet eller af anden Grund, saa kunde Fonden sælge Guld til Banken mod Frank og sælge Frankene i Markedet.

De følgende Transaktioner mellem Banken og Fonden ligesaavel som Fondens egne Transaktioner fremgaar absolut ikke af nogen offentliggjorte Tal. Dette er ikke overraskende, for Bankens Guvernør erklærede offentligt, at Guldbevægelser mellem Banken og Fonden

ikke vilde genspejle Fondens virkelige Forretninger, og han hævdede, at ingen Antydning vilde være at se i Bankens ugentlige Balancer. Alt hvad der med Sikkerhed kan siges er, at Fonden siden Devalueringen synes at have været den virkelige og officielle Køber og Sælger af Guld, og Bankens Beholdning har kun forandret sig fra Tid til anden, som det var mest praktisk for Fonden. Med Hensyn til Ledelsen af Fonden er der kun det at sige, at i Begyndelsen af Marts Maaned blev Fonden — omend den tekniske Ledelse forblev hos Banque de France — sat under Kontrol af en særlig udnævnt Komité paa fire Ekspertes, heri indbefattet Banque de France's Guvernør.

I Slutningen af Juni Maaned i Aar var det ikke længere muligt for den franske Valutafond at holde Frankens Værdi indenfor de i Oktober Maaned f. A. forudsete Grænser. Den nederste Grænse blev overskredet ret betydeligt, og Franken vil nu faa Lov til at finde sin naturlige Værdi, og efter engelsk Mønster vil dens Værdi i Forhold til Guld ikke foreløbig blive fastsat. Valutafonden bibeholdes, og Overenskomsten med de andre Valutafonds paa »Dag til Dag« Basis er blevet fornyet og vil blive respekteret.

Banque de France's Guldbeholdning er foreløbig omvurderet til den laveste forudsete Værdi iflg. Oktoberordningen 1936, men Valutafonden vil ikke denne Gang faa Del i den fremkomne Merværdi i Frank paa ca. 7 Milliarder, idet hele Beløbet overføres til en Fond til Støtte af Kurserne paa Statsobligationer.

Svejts.

Som den næste, vi skal se paa, kommer den svejtsiske Fond. Dens Oprettelse kan ikke beskrives saa enkelt som den franske Fonds. Den Lov, der banede Vejen for den svejtsiske Devaluering, omtalte ikke Dannelsen af en Valutafond. Afgørelsen heraf synes at være sket ved et privat Arrangement mellem Regeringen og Nationalbanken. Bankens Guldbeholdning blev omvurderet paa Basis af den mindste tilladte Devaluering og Fortjenesten herpaa — et Beløb paa henved sv. Frchs. 540 Millioner — blev godskrevet den nye Fond imellem Bankens Passiver. I Begyndelsen var denne Fonds Aktiver ikke udskilt af Bankens øvrige Aktivmasse i den ugentlige Balance; men i Slutningen af December kom en ny Post paa Balancen kaldet »Valutaudligningsfond« mellem Passiverne og en tilsvarende Konto »Valutaudligningsfondens Aktiver« i den anden Side af Balancen. Hver Post har lige siden Fremkomsten været paa nøjagtig det samme Beløb, som Avancen ved Omvurderingen af Bankens Guld.

Disse Poster i sig selv siger intet om Fondens Sammensætning eller om dens Arbejdsmetoder, og ingen officiel Oplysning er blevet givet om dette Spørgsmaal. Det maa imidlertid anses for indirekte bevist, at inden en Maaned efter dens Oprettelse havde Fonden anvendt sin Frankbeholdning til Køb af Guld. Og efter at Fonden saaledes var fyldt med Guld, har Banken for egen Regning fortsat Guld-købene. Siden Devalueringen har der været en stadig Strøm af Guld ind i Landet, men det er tvivlsomt, om dette Faktum kan anses for at være et Bevis for en Undervurdering af Franken i Forhold til andre Valutaer. Bevægelsen maa dels anses som en Følge af Hjemtagelse af svejtsisk Kapital, dels som ny Anbringelse af udenlandske Penge i Svejts. Hvad nu end Forholdet mellem disse to Faktorer kan have været, saa er det en Kendsgerning, at Guldstrømmen var meget stærk, for rent bortset fra Valutaudligningsfondens Aktiver, der helt eller for en stor Del er i Guld, er Stigningen i Bankens Guldbeholdning iflg. dens Balancer i Tidsrummet fra 23. September — lige før Devalueringen — til 31. December fra sv. Frcs. 1.530 Millioner til ikke mindre end sv. Frcs. 2.710 Millioner, og Beholdningen udgør den 23. Juli i Aar sv. Frcs. 2.594 Millioner.

Holland.

I det hollandske System finder vi megen Lighed med det engelske. Den hollandske Gylden er — som berørt — ikke blevet devalueret endnu, men er, ligesom Pundet, blevet løsnet fra Guldet. Og som Følge heraf er der endnu ikke nogen Avance paa Omvurdering af Guldbeholdning at overdrage til en særlig Valutafond, det være sig i Form af Guld eller ved Godskrivning hos Nationalbanken. Men alligevel blev der ved Lovgivning i Slutningen af September hurtigt dannet en Valutafond, der ligesom i andre Lande ejedes af Regeringen, men lededes af Centralbanken som Regeringens Repræsentant. Det fremgaar af dens Statutter, at den blev forsynet med for Hfl. 300 Millioner kortfristede Skatkammerbeviser, og den synes straks at have overdraget en stor Del af disse Papirer i Bytte mod Hfl. 100 Millioner af Bankens Guld til gammel, statutmæssig Vurdering. Den var herved udrustet til at holde Gylden paa den nedskrevne Værdi, der i Øjeblikket blev anset for ønsket, nemlig henved 20 % under den gamle Paritet. Udviklingen førte imidlertid med sig, at Trykket kom til at gaa den anden Vej, og Fonden var nødt til at købe Guld i fremmede Markeder for at holde Gylden nede i Valutamarkedet. Den synes at have skaffet sig en frisk Forsyning af Gylden ved at sælge Guld til Banken. I Løbet af December og Januar ses disse Salg at have ud-

gjort ialt Hfl. 300 Millioner. I Midten af Marts gik der yderligere for 50 Millioner Guld ind i Banken, i April og Maj godt Hfl. 200 Millioner og i Juni og Juli henved 150 Millioner Gylden, rimeligvis ved den samme Fremgangsmaade.

Følgen var altsaa, ligesom i Svejts, en stor Udvidelse af Centralbankens Kontantressourcer paa Grund af uventet stor Overførelse af fremmed Kapital til Holland. Denne Bevægelse førte naturligt, som det kan ses af de offentliggjorte Tal, til en kraftig Udvidelse af de Midler, der var til Disposition paa Pengemarkedet. Og et indirekte Bevis paa denne Tendens er Nedsættelsen af den hollandske Diskonto til 2 % og den svejtsiske til $1\frac{1}{2}$ %. I Holland naaede Pengeoverfloden meget hurtigt det Punkt, hvor det var ønskeligt at ophæve Virkningen af yderligere Tilgang. Den Metode, der blev valgt, er meget enkel og ligner den, der anvendes i Amerika og er beskrevet ovenfor. Fonden har i Stedet for at skaffe sig nye Gyldenforsyninger ved at sælge af sine Aktiver til Hollands Bank foretrukket at skaffe sig dem ved at sælge af sine Aktiver til Publikum for paa denne Maade at undgaa for stor Vækst i de Midler, der søger Beskæftigelse i Markedet. Denne Fremgangsmaade er naturligvis begrænset til den Mængde Værdipapirer, Fonden er i Besiddelse af; hvis det Øjeblik skulde komme, hvor dens Beholdning af Værdipapirer var udtømt og dens Aktiver næsten udelukkende bestod af Guld, vilde dens eneste Maade at skaffe sig Gylden paa være at sælge Guld til Banken igen. Under saadanne Omstændigheder vil en inflationistisk Tendens i Markedet kun kunne undgaaes ved at tildele Fonden flere Værdipapirer.

Nogle Bemærkninger i Almindelighed.

Ovenstaaende Beskrivelse — der kun indeholder Kendsgerninger eller begrundede Slutninger — giver Anledning til et Par Bemærkninger. For det første vil det være en Fejltagelse at anse alle disse Fonds for hovedsagelig at være af forbigaaende Art til Overvindelse af en kort, øjeblikkelig Vanskelighed. Det er rigtigt, at deres Virksomhed for en stor Del er af eksperimenterende Karakter, og nogen Tid har været nødvendig for at bringe dem til det Højdepunkt af Kraft, som de nu har naaet. Med enorme — omend ikke uudtømmelige — Midler, med den bedste, tekniske Assistance og med den store Fordel af Hemmeligholdelse af deres Forretninger, har de haft Held til at kontrollere Valutakurserne saa meget, at de praktisk taget har elimineret Valutaspekulationen, den foregaaendes Periodes Banemand. Men en anden, mægtig Faktor, der skaber Ustabilitet, er stadig i Arbejde. Disse Fonds bliver nødt til at konkurrere med stærke Kapital-

bevægelser fra én Valuta til en anden, foretagne snart under Søgning efter Sikkerhed, snart ved Udsigten til højere Rente eller stor Fortjeneste. De Forstyrrelser, der fremkommen ved saadanne Bevægelser, og Udsigten til, at de vil fortsættes længe i et Omfang, der er meget større end i Guldstandard-Dage, gør det sandsynligt, at Valutafonds vil blive et mere eller mindre permanent Led i Landenes Pengesystemer. Dette synes sandt i hvert Fald, hvad Verdens vigtigste Valutaer angaar.

For det andet er alle nu klare over, at det at have en Valutafond ogsaa har betydelige Virkninger paa det indenlandske Møntsystem. Det blev opdaget, før den britiske Valutafond havde arbejdet ret længe, og som det allerede er vist, er det kommet til Syne i akut Form i de Forenede Stater, ligesom det hurtigt viste sig i Holland. Skønt det saaledes har været muligt paa Valutamarkedet at afbøde Virkningerne af stærke Kapitalbevægelser, saa følger det ikke umiddelbart heraf, at Virkningerne paa det indenlandske Pengemarked samtidig er afhjulpne. Tværtimod har særlige Foranstaltninger været nødvendige for at opnaa det sidste Resultat. Fremgangsmaaderne for at stabilisere Forholdet til andre Valutaer og Reguleringen af de hjemlige Markedsbetingelser maa være i nøje Overensstemmelse. Det skulde være den store Fordel ved at have de forskellige Valutafonds under de respektive Centralbankers Ledelse, at de saa baade med Hensyn til interne og externe Opgaver virker under den samme Autoritet.

Der er ingen, der kan undgaa at se Nødvendigheden af Samarbejde mellem de Autoriteter, der kontrollerer de vigtigste Valutaer. Nødvendigheden af at arbejde i Hemmelighed maa have den Indskrænkning, at de øverste Ledere skal være underrettede om Hovedlinjerne i de andres Virksomhed. Gensidig Udveksling af Oplysninger og Synspunkter paa Betingelse af den yderste Fortrolighed og Tillid, er det eneste Værn mod døde Punkter i Samarbejdet eller mod dets fuldstændige Opløsning. Det er dette Forlangende, der giver det, der er kendt som »the tripartite agreement« en særlig Interesse med Hensyn til Principper og Praksis, og vi skal i næste Afsnit se paa, hvad der er opnaaet, og hvad der endnu er tilbage af uløste Problemer.

B. Arbejdsmetoder og Fremtidsproblemer.

De Meddelelser, der den 26. September f. A. samtidig blev givet af de Forenede Staters, Frankrigs og Englands Regeringer som Indledning til den franske Devaluering, anses i Almindelighed for den største økonomiske Begivenhed i 1936. Den Kendsgerning, at disse Meddelelser var holdt i næsten de samme Vendinger og kom

paa samme Tidspunkt, var i en slaaende Modsætning til de Fremgangsmaader, der blev valgt, da Pundet gik fra Gullet i 1931 og Dollaren i 1933. Samarbejde traadte i Stedet for Aktion paa egen Haand, og skønt Deklarationerne var forsigtige i deres Vendinger og holdt i al Almindelighed, tilbageviste de de Nedsættelser af Valutaernes Værdi der tilsigtede at vinde Handelsfordele; de tilkendegav, at det var de tre Regeringers Hensigt at arbejde henimod en større Stabilitet i Vekselkurserne, og de saa frem til en Stigning i den internationale Handel bl. a. som en Følge af, at den Hindring, som Svingningerne i Vekselkurserne havde været, nu skulde blive fjernet. I Dagene, som fulgte efter disse Bekendtgørelser, blev deres Rækkevidde yderligere udvidet ved Tilslutning fra Regeringerne i Svejts, Holland og Belgien. Den czekoslovakiske Valuta blev devalueret for anden Gang. Italien benyttede Lejligheden til at skrive Lirens Guld værdi ned og genoprettede derved den Paritet med Dollaren, der havde eksisteret før April 1933, og endelig blev de græske, tyrkiske og lettiske Valutaer fastlagte i Forhold til Pund Sterling i Stedet for til den franske Frank. Det endelige Resultat af en fjorten Dages ivrigt Arbejde var, at de tre Dekclarationer direkte eller indirekte dækkede en meget stor Del af Verdens Valutaer.

Fjernelse af Hindringer.

Efter at Enighed var opnaaet om Indholdet i disse Tilkendegivelser om Politikken, maatte der tages Skridt til at faa fjernet de praktiske Vanskeligheder for Samarbejde, som var vokset op siden September 1931 som Følge af Forskel i Reglerne for de forskellige Staters og Centralbankers Køb og Salg af Guld. Medens Bank of England stadig kunde købe Guld til den gamle Pris eller mere, var den under ingen Omstændigheder forpligtet til at sælge det; Frankrigs Bank var ude af Stand til straks efter Devalueringen at genoptage Salget af Guld til en fast Pris i Frank, og skønt De forenede Staters Finansministerium var forpligtet til at sælge Guld til en fast Dollarpris, havde det selv bestemt, at det kun vilde sælge til de Centralbanker, der selv var forpligtede til at sælge til en fast Pris. Efter den franske Franks Devaluering og Suspensionen af Salg af Guld i Paris, vilde Opretholdelsen af disse Bestemmelser have foraarsaget et dødt Punkt og berøvet den britiske, den amerikanske og den nye franske Valutafond en stor Del af deres Indflydelse. De kunde have fortsat deres Virksomhed, hvis de havde været villige til at holde efter al Sandsynlighed meget betydelige Summer i hverandres Valutaer. Man kom over dette Punkt ved det amerikanske Finansministeriums Hjælp, idet det lempede sine Be-

stemmelser saaledes, at det for Fremtiden kunde sælge Guld til enhver anden Centralbank eller ethvert andet Finansministerium, som var villig til at sælge til U. S. A. Men medens Dollarprisen var fastsat, var de andre Valutafonds ikke forpligtede til at fastsætte den Pris, til hvilken de vilde forsyne den amerikanske Fond med Guld i Bytte for egne Valutaer. For at holde sig skadesløs for denne tilsyneladende ret ensidede Indrømmelse, forbeholdt det amerikanske Finansministerium sig at kunne tilbagekalde den nævnte Forpligtelse med 24 Timers Varsel.

Teknisk Samarbejde.

Det amerikanske Finansministeriums Bekendtgørelse den 12. Oktober 1936 af de nye Bestemmelser blev øjeblikkelig efterfulgt af Udstedelsen af følgende Erklæring fra det engelske Finansministerium:

Forberedelserne for et teknisk Samarbejde med Møntautoriteterne i De forenede Stater er nu afsluttede, og nye Bestemmelser er bekendtgjorte af Sekretæren for Finansministeriet i De forenede Stater, der vil gøre det muligt for ethvert Land at faa Guld i Staterne i Bytte for Dollar, saafremt det giver tilsvarende Faciliteter til Staterne. De britiske Myndigheder har sørget for saadanne Lempelser i London for Staternes Vedkommende. Disse Arrangementer for Samarbejdet fra »Dag til Dag« vil sikkert i høj Grad lette Valutakontrollens tekniske Funktion; lignende Arrangement er blevet truffet med Frankrigs Bank og skal danne Basis for et effektivt Samarbejde mellem de tre Pengecentre.

Da de andre Lande, som udfører Valutakontrol ved Hjælp af Udligningsfonds, gjorde lignende Indrømmelser, saa betød det, at det mulige døde Punkt, der kunde være opstaaet ved Forskellighederne i Lovbestemmelserne i de mange Lande, der kom i Betragtning, var blevet undgaaet ved lidt Imødekommenhed fra alle Sider. Amerikanerne lempede deres Bestemmelser, der krævede, at Finansministeriet kunde levere Guld til en fast Pris til de Stater, der gav aldeles tilsvarende Lettelser, inkluderet Fastsættelse af en bestemt Pris. Til Gengæld fik de Retten til at købe Guld paa en »Dag til Dag« Basis fra Valutafonds, der ikke tidligere havde givet denne Tilladelse. Disse Fonds maatte opgive deres hidtidige Stilling og gaa med til at paatage sig en limiteret Forpligtelse til at levere Guld til den amerikanske Kontrol. Henvisningen til en daglig Basis i det britiske Finansministeriums Bekendtgørelse betyder antagelig, at Forpligtelsen til at levere Guld er limiteret til at købe tilbage fra den amerikanske Kontrol

i Bytte for Guld ethvert Sterlingbeløb, som denne maatte have erhvervet i de foregaaende 24 Timer. Hvis den amerikanske Kontrol vælger at holde Sterling mere end 24 Timer, ophører den britiske Kontrols Forpligtelse til at ombytte disse Summer, thi de falder udenfor »Dag til Dag« Arrangementet.

Udveksling af Tilgodehavender.

Den Ret — som nu enhver Valutakontrol nyder godt af — til at udveksle med de andre Valutafonds, hvad der maatte være erhvervet af fremmed Valuta i Løbet af en Arbejdsdag, har for første Gang skabt de nødvendige Betingelser for Realisation af Maalet for enhver Fond til Kontrol af Vekselkurser: at kunne udvikle et stort og ordnet Valutamarked, i hvilket Overførsler af relativt smaa Balancer ikke skal faa Lov til at have en uforholdsmæssig stor Indflydelse paa Kurserne. Enhver af disse Fonds er rede til at gribe ind i Markedet, ikke til en fastsat Kurs, men paa en saadan Maade, at det vil modvirke enhver Forskydning i Kurserne af nogen Betydning som Følge af Omflytning af relativt smaa Kapitaler. Hvis de ser, at de i Løbet af Dagen har købt mere af andre, kontrollerede Valutaer, end de bryder sig om at beholde, kan de forlange, at der leveres Guld for disse i Løbet af den følgende Dag.

Der er som en Følge af dette Samarbejde mellem Valutakontrollerne en meget betydelig Forskel i Valutamarkedets Teknik i Sammenligning med tidligere, og eftersom de ombytter deres Tilgodehavender med Guld, i Guldmarkedets ogsaa. I det første Tilfælde maa al Spekulation af den Slags, der har til Hensigt at paavirke Valutakurserne, til sidst blive drevet bort fra Markedet, hvis den ikke allerede er forsvundet. Ingen Privatmand eller Gruppe af Privatmænd kan have de Midler, der vil være nødvendige for at organisere en Hausse eller en Baisse i nogen Valuta af Betydning imod Kontrollen (Fonden). Medmindre de kommer i Markedet i meget stor Stil, vil de ikke være i Stand til at forandre Kursen, idet den Valuta, de tilbyder, sandsynligvis vil blive købt op af enten den ene eller den anden Valutakontrol. Udnyttelsen af et forbigaaende svagt eller et forbigaaende stærkt Marked for Vindings Skyld hører Fortiden til, thi Valutahandlerne vil ikke være nødt til at beskytte sig ved store Marginer i den Kurs, de handler til ved saadanne Lejligheder. De kan falde tilbage paa Valutakontrollen og faa den til at overtage enhver Saldo, som de maatte have erhvervet og ikke kan sælge uden i for høj Grad at faa Indflydelse paa Kursen. Da paa den anden Side Valutakontrollerne ikke har nogen Aftale m. H. t. Udviklingen paa langt

Sigt af Kurserne, er der intet, der kan afholde Enkeltmand fra at danne sig sin egen Mening herom og dække sig mod enhver formodet Bevægelse i dem. Men den Spekulant, der ventede sig en Fortjeneste ved at gaa hurtigt ind i og ud af Markedet, skulde nu være effektivt stoppet.

Londons Guldmarkeds Arbejde er blevet gjort enklere og knyttet til Valutakontrollernes Arbejde. Fastsættelsen af Guldprisen i London sker nu sædvanligvis ved Hjælp af Dollar-Sterling Kursen. Den britiske Valutakontrol kan altid købe eller sælge Guld i Markedet og saaledes holde Prisen meget tæt ved den Dollarparitet, der er kalkuleret paa Grundlag af Dagens Kurs. Da det amerikanske Finansministerium, og de andre Valutakontroller med, nu vil ombytte deres egen Valuta mod Guld fra andre Kontroller, bliver det uforholdsmæssigt dyrt for private Valutahandlere at skaffe sig deres Dollar gennem Guldmarkedet. Som Følge heraf er Spekulationen i Valuta gennem Guldmarkedet nu meget vanskelig, og omend smaa Tillæg til eller Fradrag i Dollarpariteten kan opstaa, vil de ikke være tilstrækkelige til at faa nogen Indflydelse af Betydning paa Kursen. Disse Kontrollers Midler er tilstrækkelig store til at neutralisere ethvert stort Køb eller Salg af Guld i Guldmarkedet, der, saafremt det ikke blev imødegaaet, vilde faa Guldprisen til at afvige meget fra Dollarpariteten og saaledes fremkalde en Refleksbevægelse i Valutamarkedet.

Afmærkning af Guld.

En anden Virkning af den nye Teknik i Guldmarkedet, der maa bemærkes, er den, at Betydningen af Guldforsendelser mellem de forskellige Financscentre er blevet betydeligt reduceret. Valutakontrollerne kan holde deres Guld lettere og billigere ved at lade det mærke for deres Regning, naar de har købt det paa et fremmed Marked, og lade det blive i den stedlige Centralbanks Varetægt. Det samme gælder det Guld, en Kontrol modtager fra en anden Kontrol til Udligning af Valutabalancer. Tilsendelse eller Overførsel behøver da kun at finde Sted fra Tid til anden af Beholdningssaldi, hvoraf atter følger, at de Afskibninger, som virkelig kommer i Stand, som Regel vil have liden eller ingen Tilknytning til Begivenheder i Valuta- eller Guldmarkedet paa det Tidspunkt, hvor Afskibningen finder Sted. Den størst mulige Forsigtighed er nu nødvendig for at drage Slutninger om Begivenheder i disse Markeder ved at holde Øje med Guldbevægelser gennem Havnene. Naar der er opnaaet mere Erfaring for dette Systems Virkemaader, vil usynlige og absolut ukontrollable Udvekslinger af Guld blot ved Afmærkning og Omflytning i Central-

bankernes Kældre sandsynligvis blive af langt større Betydning end Afskibninger af Metallet. En anden Følge af denne nye Teknik er, at Kontrollernes Dispositioner bliver endnu mere hemmelige end før Oktober 1936. Før den Tid plejede de at afsløre sig i de ugentlige Toldberetninger.

Det er vanskeligere at vurdere Virkningerne af denne Forandring i Fremgangsmaade end at beskrive den. Den officielle Hensigt med dette System er at fjerne smaa Svingninger i Markedet uden derfor at forhindre dybtgaaende, økonomiske Kræfter i at gøre sig gældende paa langt Sigt. Der findes mange, der mener, at dette Arbejde kræver, at Ledelsen af Kontrollen maa være alvidende, idet det forlanger af dem, at de straks kan erkende det Tilbud om Salg af en Valuta, som burde have Lov til at trykke Valutaens Værdi, fra det Salg, der ikke bør det. I Øjeblikket er Kontrollernes Magt nærmest absolut, saa fejler de i Erkendelsen af denne Forskel, vil Resultatet blive, at Kræfter hæmmes i at gøre sig gældende, der burde have haft Lov til at virke. Interessant er det i denne Forbindelse at bemærke, at i sidste Kvartal af 1936 synes Samarbejdet mellem Kontrollerne at have resulteret i mere Stabilitet i Bevægelserne paa langt Sigt og at have givet de korte Forandringer paa det nærmeste samme Størrelse.

Kapitalstrømningerne.

Nedenstaaende Tabel giver i Cents Forskellen mellem den højeste og den laveste Notering af Dollar i London i hver Uge i sidste Kvartal i Aarene 1934, 1935 og 1936. Det vil ses, at medens Forskellen mellem Noteringerne siden Slutningen af den anden Uge i det sidste Kvartal af 1936 — det er, efter at Samarbejdet er begyndt — har været større lige saa ofte, som den har været mindre i de tilsvarende Uger i 1935, saa var dog Afstanden mellem den højeste og den laveste Notering i Perioden — som anført nederst i hver Kolonne — mindst i 1936. Disse Tal vil man have ventet, saafremt Kontrollernes Opmærksomhed har været koncentreret om tekniske Betragtninger, og saafremt der i den nye Samarbejdsaaend har været et Ønske om at undgaa de divergerende Opfattelser, som man maatte formode vilde opstaa, saafremt Betragtninger paa langt Sigt skulde gøre sig gældende, eller saafremt en af Kontrollerne skulde mene, at dens Kurs er for høj, fordi den stadig har en Tilbøjelighed til at miste Guld, eller for lav, fordi det stadig strømmer ind i Landet og til Kontrollen. Men at tage Forandringer i Fondens Sammensætning i Betragtning er mindst lige saa vigtigt som at sørge for Dannelsen af et ordnet Valutamarked. Saafremt Kontrollerne har Held med sig til at udligne korte Forstyr-

relser og til at opbygge et ordnet Marked, saa bør de se Bekræftelsen paa deres Succes i den Ting, at der over en Periode af nogle Uger og op til to-tre Maaneder ikke har været nogen Forandring i deres Beholdning af Guld eller andre Aktiver.

Tablet over Forskellen mellem højeste og laveste Dollar-Sterling Notering.

	1934	1935	1936
1. Uge.....	6 1/4	2 3/8	3 1/2
2. »	7 1/2	2 1/4	4 3/4
3. »	7 5/8	2 1/4	2 1/8
4. »	6	1 1/4	1 1/4
5. »	4	1 7/8	7/8
6. »	3 7/8	1 1/8	2 1/8
7. »	2 1/4	1 1/4	1 7/8
8. »	1 1/4	2 3/8	1 1/8
9. »	1 7/8	1 3/8	1 1/4
10. »	3 1/4	1 1/4	1 3/4
11. »	2 1/4	1 1/8	1 5/8
12. »	1 1/4	5/8	1 1/2
13. »	1 3/8	1	7/8
Højeste og laveste Notering....	4.88 1/2	4.88 5/8	4.87 1/8
	5.01 5/8	4.94 1/4	4.91 3/4 ¹⁾
Forskel	13 1/8	5 5/8	4 5/8

¹⁾ Siden 12. Oktober.

Desværre synes alt at tyde paa, at Valutakontrollerne — især den britiske og den amerikanske — ikke har været i Stand til at opretholde en neutral Position. Guld er fortsat med at hobe sig op i Amerika, og den Guldmængde, der er i den britiske Kontrols Besiddelse, er ogsaa vokset meget betydeligt. De forskellige Valutafonds hævder forgæves, at de ikke kontrollerer de Kræfter, der ligger til Grund for Svingninger i Kurserne, men kun sørger for at opretholde et ordnet Marked, naar der — som en direkte Følge af deres Eksistens — er en stærk og vedvarende Strøm af Kapital til et eller flere af Markederne. Medmindre de er absolut sikre paa, at denne Strøms Retning kun er midlertidig og hurtigt vil gaa den anden Vej, burde de lade saadanne Bevægelser faa Indflydelse enten paa Vekselkursen eller paa Diskontoen baade i de Centrér, der mister, og i de der erhverver Guld. En Undladelse af at gøre enten det ene eller det andet kan kun have en Tendens til at styrke de Kræfter, der er Aarsag til Kapitalstrømningerne mellem Centrérne.

Mere stabile Kurser.

Vi har allerede ovenfor set, at Udsvingene i Kurserne var mindre i sidste Kvartal af 1936 end i 1935 eller 1934. Samarbejdet mellem

Kontrollerne har været effektivt i den Henseende, at det har skaffet stabile Kurser. Det er mere vanskeligt at afgøre, hvilken Indflydelse Kontrollernes Virksomhed har haft paa Betingelserne paa deres egne Pengemarkeder. Hvad der kan udledes af de forskellige Fonds Dispositioner, har vi allerede undersøgt ovenfor i Afsnit A.

Den Tilfredshed, der hersker vedrørende Kontrollernes hidtidige Samarbejde, maa kølnes ved Betæneligheder med Hensyn til Fremtiden. Det vigtige Problem om det rette Forhold mellem Vekselkurserne i de førende Lande er blevet henlagt, ikke løst. Udvikling af usunde, indre Tilstande er søgt imødegaaet ved en Række Foranstaltninger, der nødvendigvis maa være af forbigaaende Karakter, og som til Dels skylder deres Succes de voksende Gulfforraad og de internationale Kapitalbevægelser. Saafremt disse midlertidige Forholdsregler ikke snart afløses af nogle mere varige Metoder til at dirigere Valutaerne, vil inflationistiske Bevægelser gøre sig gældende i de Centrere, der har erhvervet særlig store, ekstra Gulfforraad.

Farer for Fremtiden.

Det er i aller højeste Grad usandsynligt, at de økonomiske Kræfter vil være ens i deres Virkninger i de Lande, der samarbejder i Valutakontrol. Resultatet maa derfor blive en Forandring i deres Betalingsbalancers Forhold til hverandre. Paa dette Trin af Udviklingen er der en voksende Fare for, at Divergenser mellem de indenlandske Kreditbetingelser og Bevægelserne paa Valutamarkedet, som er en Følge af det nuværende Kontrolsystem, vil skuffe Autoriteterne og gøre det vanskeligt for dem at skelne mellem de Tendenser i Markedet, som angiver et voksende, internationalt Misforhold og dem, der kun skyldes tilfældige, tidsbegrænsede Kapitalbevægelser. Medmindre disse Vanskeligheder til Stadighed holdes for Øje af de forskellige Kontroller og frit diskuteres dem imellem, vil der være Fare for, at netop paa det Tidspunkt, hvor et ordnet Valutamarked behøves allermost (det er, naar indre Begivenheder lægger et Tryk paa Møntens udenrigske Værdi), vil Misforstaaelser af de andre Kontrollers Motiver og den virkelige Karakter af det Problem, de er stillet overfor, kunne medføre et Sammenbrud af det Samarbejde, hvorpaa det nuværende System bygger.

Oprettelsen af Valutafonds, Oparbejdelsen af deres Teknik og de Skridt, der er taget for at bringe dem effektivt i Samarbejde for et fælles Vel, alt dette angiver det Fremskridt, der har ført til et mere elastisk og derfor mere glat arbejdende, internationalt Pengesystem. Verden er kommet et Stykke nærmere mod Erkendelsen af, hvor uadskillelig den indre og ydre Stabilitet er som Betingelse for Genopbygningen af et sundt Pengevæsen.