

OM VALUTAKURSPOLITIK

Af JORGEN H. GELTING

Eftersom både høj og stabil beskæftigelse og frigørelse af den internationale handel fra såvel direkte restriktioner som told er anset for mål for den økonomiske politik i efterkrigstiden, er det selvfølgelig, at spørgsmålet om mulighederne for valutakurspolitikens anvendelse til regulering af betalingsbalancen uden uønskede aktivitetsevirkninger har tiltrukket sig øget opmærksomhed. I det følgende skal gøres nogle bemærkninger om fire valutapolitiske spørgsmål: A) Betydningen af et lands økonomiske struktur; B) Betydningen af dets størrelse for valutakurspolitikens effektivitet; C) Valutakurspolitik som middel til at afskaffe kvantitative restriktioner; D) Anvendelse af fluktuerende valutakurser til imødegåelse af korttidsvariationer i betalingsbalancens stilling.

A. Den statiske analyses bestemmelse af ligevægtsvalutakursen kan resumeres således: Nationalindkomsten er lig med summen af forbrug, investering og overskud på betalingsbalancens løbende poster (kort: eksportoverskud), $Y = C + I + X$. Forbrug og investering er stigende funktioner af indkomsten, medens eksportoverskudet er en faldende funktion af indkomsten. Investeringen er desuden en faldende funktion af renten, i , og eksportoverskudet er en stigende funktion af prisen på udenlandsk valuta, valutakursen v . Altså $C = C(Y)$, $I = I(Y, i)$ og $X = X(Y, v)$. Eksportoverskudet er lig med kapitaleksporten, $X = K$, som er en aftagende funktion af renten, $K = K(i)$. Forudsættes beskæftigelsen og lønniveauet kendt, kendes Y , og vi kan anse systemet for bestemt. Betragtes på den anden side Y som afhængig variabel, kan enten valutakurs eller rente anses for politisk parameter, hvis valg bestemmer resten af systemet. Rente og valutakurs kan ikke vælges uafhængigt af hinanden, og kun een kombination af rente og valutakurs giver fuld beskæftigelse. Hvis den økonomiske politik inkluderer yderligere instrumenter, der kan ændre funktionssammenhængene, f. eks. ændring af forbrugsfunktionen $C = C(Y)$ gennem skattepolitikken, bliver de økonomisk-politiske muligheder tilsvarende større.

Analysen forudsætter eksistensen af et trægt bevægeligt indenlandsk omkostningsniveau, således at valutakursændring kan hidføre et ændret

forhold mellem omkostningerne i ind- og udland. Det er imidlertid ikke vanskeligt at forestille sig ikke ganske urealistiske tilfælde, hvor den angivne forudsætning ikke er opfyldt. Dette vil således gælde et land, hvis produktion helt overvejende foregår i landbrugs- og håndværkssmåbedrifter uden medhjælp af fremmed, organiseret arbejdskraft. Mere generelt udtrykt er det væsentlige, at det nominelle omkostningsniveau med god tilnærmelse kan anses for ubegrænset flexibelt. Tilspidset kan man hævde, at et sådant land ikke kan devaluere, for så vidt som det ikke ved valutakursændring kan påvirke forholdet mellem indenlandsk og udenlandsk omkostningsniveau. Pris- og lønniveau målt i udenlandsk valuta vil være bundet til priserne på verdensmarkedet, og valutakursvariation kan kun medføre en ligegyldig ændring af den indenlandske regneenhed. Tilfældet vil indenfor den ovenfor skitserede model være ækvivalent med det, hvor det indenlandske omkostningsniveau er inflexibelt, men hvor samtidig valutakursen ikke kan fastlægges af myndighederne.

I et land af den angivne økonomiske struktur kan således valutapolitiken ikke anvendes til regulering af betalingsbalancen, og renteniveauet vil være afhængigt af udlandets i et omfang beroende på kapitalbevægelsernes elasticitet. Hvis kapitalbevægelserne er helt uelastiske med hensyn til renten — eller rettere: forholdet mellem indenlandsk og udenlandsk renteniveau — får renten alene til funktion at tilpasse investeringen til den indenlandske opsparing, korrigeret for den givne betalingsbalancesaldo.

De lande, hvis forhold den angivne model kommer nærmest, er at finde blandt de råvareimporterende, såkaldte underudviklede lande. Anvendt på den internationale økonomis prisrelationer implicerer modellen, at bytteforholdet mellem industri- og råvarelande afhænger af aktiviteten i industrilandene, men ikke af valutakurserne, og at prisernes højde afhænger af aktiviteten i industrilandene i forbindelse med disses lønniveau.

I en række underudviklede lande består der en betydelig skjult arbejdsløshed. Den kan bl. a. bero på, at anvendelsen af sådanne bedriftsformer dominerer, at arbejdets gennemsnitsprodukt i stedet for grænseproduktet bliver bestemmende for den enkeltes indtægt. Desuden kan knapheden på med arbejdskraften koopererende faktorer, hvor manglen på en driftsherremellemklasse måske ofte er vigtigere end manglen på kapital, sætte en grænse for arbejdskraftens beskæftigelse, idet substitutionsmulighederne ikke er ubegrænsede. Disse forhold i forbindelse med den omstændighed, at befolkningens levestandard er så lav, at en betydelig del af en indkomstforøgelse medgår til større efterspørgsel efter fødevarer, medfører, at der kun består en snæver margin for ikke-inflatorisk monetær ekspansion. Endskønt der er ledig arbejdskraft, møder en øget efterspørgsel et uelastisk udbud og fører derfor hurtigt til prisstigninger af inflatorisk karakter — og naturligvis betalingsbalancevanskeligheder.

Man har under hensyn til forekomsten af skjult arbejdsløshed i et eller flere erhverv foreslået arbejdsløshed defineret som en tilstand, hvor en forøgelse af investeringen vil føre til en forøgelse også af forbruget, idet den skjulte arbejdsløshed reduceres. En gruppe af underudviklede landes økonomi synes imidlertid at repræsentere et særtilfælde, hvor der vel er arbejdskraft til rådighed til iværksættelse af øgede investeringer, som ydermere kan vælges således, at heller ikke knaphed på andre faktorer stiller sig i vejen for deres gennemførelse; men hvor den ved investeringerne skabte større strøm af private indkomster vil være inflationsskabende på grund af den ringe elasticitet i udbudet af de forbrugsvarer, som efterspørgslen vil rette sig imod, samtidig med at den marginale forbrugskvote og dermed multiplikatoren på grund af den lave levestandard vil være høj.

B. Det er nærliggende i analogi med prismekanismen for et enkelt varemarked at sige, at for et i økonomisk henseende lille land må valutakursændringerne alt andet lige forventes at være et effektivere middel til at påvirke betalingsbalancen end for et stort land. Specielt henvises der til, at et lille lands eksport normalt kun vil udgøre en ringe del af verdensmarkedets samlede forsyning med de pågældende varer, og at et lille lands eksport derfor møder en meget elastisk efterspørgsel.

Imidlertid, når et enkelt land ændrer sin valutakurs, er dette ækvivalent med at samtlige andre lande ændrer deres kurser i modsat retning. Effektiviteten af valutakursændringer må måles ikke i forhold til pågældende områdes eller lands produktion eller nationalindkomst, men i forhold til den berørte samhandel. Dette forudsat, er effektiviteten af en ændring i den for samhandelen mellem et enkelt land og resten af verden gældende valutakurs åbenbart den samme, hvadenten man betragter sagen fra det enkelte lands eller resten af verdens side. En påstand om en særlig stor effektivitet af et lille lands valutakursændring må da, hvis den skal have nogen mening, omformuleres til et udsagn om, at effektiviteten af en valutakursændring er desto større, jo større forskellen er mellem de to samhandlende områders økonomiske størrelse, og at effektiviteten altså vil tendere mod at være særlig lav, når de to områder er lige store. Der kendes formentlig hverken fra teori eller virkelighed nogen vigtig grund til, at det skulle forholde sig således.

Man kan måske anse det for typisk, at hvor valutakursen ændres mellem et lille område A og et stort område B, vil hovedparten af virkningen vise sig i det lille områdes eksport, som er identisk med det store områdes import. Thi jo mindre A er, desto venteligere er det, at nære substituter for A's eksport produceres i B, og desto flere af sådanne varer, som A importerer, vil ikke være genstand for produktion i A. Jo mere de to områder A og B nærmer sig til hinanden i størrelse, desto mere ligeligt kan man forvente effekten fordelt på de to modsatrettede varestrømme mellem områderne.

Vedrørende bytteforholdet opstilles sædvanlig en formodning om, at et enkelt devaluerende lands bytteforhold forringes, fordi landet vil være mere specialiseret i sin eksport end i sin import. Og det siges videre, at et stort land har relativt størst chance for en forbedring af sit bytteforhold ved en devaluering, idet priserne — regnet i udenlandsk valuta — på importen kan blive presset relativt stærkt ned. Men disse ræsonnementer er lidet klagende og bevismæssige. Nogen typisk forskel mellem en devaluerings virkning på bytteforholdet for små og store lande kan vanskeligt forventes. Thi hvis A og B er de to samhandlende områder af vilkårligt indbyrdes størrelsesforhold, må nødvendigvis virkningen på bytteforholdet ved devaluering være den samme for A og B. Og hvis A's eksport er specialiseret og dets import ikke-specialiseret, må det omvendte gælde B's handel. Endelig kan man af nærliggende grunde anse det for typisk, at jo mindre et land er, desto større vil udlandets efterspørgselselasticitet efter landets eksport og udlandets udbudselasticitet for landets import være, og desto mindre vil landets importefterspørgselselasticitet og eksportudbudselasticitet være. Men afgørende for bytteforholdets ændring er forholdet mellem produktet af de to efterspørgselselasticiteter og produktet af de to udbudselasticiteter.

C. Spørgsmålet om retningen af en devaluerings virkning på bytteforholdet er adskilligt enklere, hvor en devaluering skal tjene til at muliggøre afskaffelse eller dog lempelse af importrestriktioner uden nogen ændring af saldoen på betalingsbalancens løbende poster. Thi devalueringen vil her indebære en forøgelse af både import og eksport, og der er således en stærk formodning for en bytteforholdsforringelse. På lignende måde som i toldteorien — og med tilsvarende forbehold — kan man da her komme frem til et optimalt restriktionsniveau, hvor fordelene ved udvidet handelsomsætning i tilfælde af yderligere devaluering neutraliseres ved ulempen ved bytteforholdets forringelse. Man kan videre opstille en forhåndsformodning for, at den udfra denne betragtning optimale restriktionsintensitet er relativt større for et stort end for et lille land.

Forholdet kompliceres, når en del af samhandelsområdet har inkonvertibel valuta. Landet A samhandler med områderne B og C. C har en konvertibel valuta, medens B's svagere valuta ikke kan konverteres til C-valuta. Lad os forudsætte, at det findes fordelagtigt for A i det mindste at devaluere så vidt, at A kan liberalisere hele sin import fra B; men at A i denne situation kun kan opretholde balance overfor C ved importrestriktioner. Vil det være til fordel for A gennem yderligere devaluering at muliggøre liberalisering overfor C? Ved yderligere devaluering vil A's eksport til C stige, og A kan således øge sin import fra C. Dette i forbindelse med den almindelige virkning af devalueringen vil sænke A's import fra B, medens A's eksport til B vil tendere mod at stige. A vil således få et overskud i

inkonvertibel valuta. Hovedmulighederne for A er nu 1) indtil videre at affinde sig med opsamlingen af tilgodehavender i inkonvertibel valuta; 2) at yde lange lån til B; 3) at kræve sit overskud på B konverteret til C-valuta, i hvilket tilfælde A's eksport kan påregnes begrænset af B gennem skærpede restriktioner; eller 4) A kan vælge selv at underkaste sin eksport til B restriktioner. Devaluering udover det punkt, hvor A har kunnet liberalisere fuldstændigt overfor B, vil være desto mindre fordelagtig for A (i) jo mindre andel i A's samlede handel, handelen med C udgør; (ii) jo mindre elasticiteten i C's efterspørgsel efter A's eksport er; og (iii) jo ugunstigere bytteforholdet i A's samlede handel udvikler sig: ændringen i bytteforholdet vil afhænge af dels på sædvanlig måde karakteren af A's handel, dels valget mellem de ovenfor angivne fire fremgangsmåder, dels forskellen mellem prisforholdene i handel med henholdsvis B og C. Selv hvis devaluering forringer A's bytteforhold overfor både B og C, kan A's bytteforhold i den samlede handel forbedres, nemlig hvis bytteforholdet overfor C er gunstigere end overfor B, og C's andel i A's handel øges væsentligt. Af de anførte momenter er (i) — den relative størrelse af A's handel med C — det mest håndgribelige og lettest konstaterbare. Det vil derfor være en tendens til, at hvert land finder det til sin fordel at sigte mod en sådan styrke af sin valuta, som svarer til dets vigtigste handelspartners. Dette gælder også hvor der, fordi en simpel sondring mellem hårde og svage valutaer er inadaquat, må sondres mellem flere valutagrupper af indbyrdes forskellig styrkegrad.

I det foregående er forudsat, at landet A opretholdt et forhold mellem kurserne på de forskellige valutaer overensstemmende med de af landene opretholdt officielle kurser. Hvis A ikke opretholder et sådant kursforhold, og det kan undlade dette uden represaille fra udlandets side, er chancerne væsentligt større for, at A med fordel gennem devaluering overfor C kan liberalisere sin import fra dette område, idet devalueringen overfor C ikke vil indebære tilsvarende devaluering overfor B. Og denne konklusion vil gælde, selvom A ikke engagerer sig i transit af varer mellem B og C.

D. Hvis prisen på udenlandsk valuta sættes på et frit marked uden offentlig intervention, vil overensstemmelse mellem udbud og efterspørgsel nødvendigvis blive tilvejebragt uden ændring i offentlige valutaeserver. Hvis der videre er en effektiv spekulation på markedet, vil korttidsvariationerne i kurserne blive moderate. Svinger således eksporten midlertidigt, f. eks. på grund af en dårlig høst, vil priserne på udenlandsk valuta stige. Men såfremt årsagen til deprecieringen er af midlertidig karakter, vil der skabes en forventning om en senere appreciering, og en nettotilgang af spekulativ kapital vil finansiere det midlertidige deficit på den løbende betalingsbalance. Også ved et kursfald som følge af en permanent forringelse vil mekanismen træde i funktion. Hvis således landets valuta de-

precierer som følge af en varig forringelse af eksportmarkederne, vil der på kort sigt ske en stærkere depreciering end på lang sigt, idet tilpasningen til de ændrede forhold tager tid. Gennem den på kort sigt relativt stærke depreciering fremkaldes spekulativ kapitalimport til finansiering af den øvrige betalingsbalances midlertidige deficit. Et således fungerende frit valutamarked kan betragtes som kreditpolitikens forlængede arm — men uden kreditpolitikens uønskede virkninger på den indenlandske aktivitet.

En forudsætning for, at markedet kan fungere på tilfredsstillende måde, er, at forventningselasticiteten m. h. t. valutakursen er væsentligt mindre end een. Der vil være en mangel på symmetri i forventningerne ved henholdsvis appreciering og depreciering. Medens landets pengepolitiske myndigheder altid har det i deres magt — omend ikke uden besværligheder — at imødegå en uønsket stærk appreciering af landets valuta ved at intervenere i markedet med en efterspørgsel efter udenlandsk valuta, er deres evne til at imødegå en uønsket stærk depreciering begrænset ved de reserver, herunder kreditmuligheder, som står til myndighedernes rådighed. Endvidere er sandsynligheden for, at en appreciering vil konsolideres gennem et fald i det indenlandske lønniveau, ubetydelig sammenlignet med sandsynligheden for, at en depreciering vil konsolideres gennem lønstigninger. Det er derfor indlysende, at forudsætningen for et frit valutamarkeds tilfredsstillende fungeren er et vist minimum af intern finansiell stabilitet.

Denne stabilitet kan imidlertid blive vanskeliggjort netop af et frit valutamarked — i forskellig grad alt efter størrelsen af kursernes udsving. Såfremt kursvariationerne holder sig indenfor så snævre grænser, at hovedvirkningen er korte kapitalbevægelser, vil vanskelighederne ikke være nævneværdigt større, end hvor betalingsbalanceforskydninger kan neutraliseres gennem variation i valutareserver. Anderledes hvis kursudsvingene antager en sådan størrelse, at den egentlige produktion påvirkes. Der kan for det første foreligge det tilfælde, at den indenlandske efterspørgsel stiger uforudset og uønsket. Under faste kurser vil en del af denne efterspørgselsstigning få afløb til udlandet, og en jo større del, jo højere det indenlandske aktivitetsniveau er. Hvis imidlertid kursdannelsen er fri, vil landets valuta depreciere, og herved vil efterspørgselsdæmpningen gennem merimport modvirkes, og ved kursudsving over en vis grænse vil det indenlandske efterspørgselspres tværtom blive forstærket. Aktivitetsstigningen kan for det andet have sit udspring i udlandet. Hvis den primære impuls tager form af øget eksport, vil den større tilgang af udenlandsk valuta føre til en appreciering af landets valuta, og derved vil stabilisering af den indenlandske aktivitet lettes. Imidlertid kan den første påvirkning fra den udenlandske konjunkturstigning komme gennem højere importpriser og prisstigningsforventninger, som fremkalder en forøgelse af importen med belastning af betalingsbalancen til følge. Landets valuta vil da depreciere,

hvorved de aktivitetsfremmende kræfter vil styrkes, og stabilisering vanskeliggøres.

Som hovedreglen kan man måske anse, at da et frit valutamarked vil tendere mod at korrigere betalingsbalanceforskydninger, vil under et system af frie kurser stabilisering vanskeliggøres i de lande, hvor aktivitetsændringer har deres udspring, og lettes i de øvrige lande — altså at konjunkturforplantningen vil blive hemmet.

Det foregående gør det sandsynligt, at forventningselasticiteten vil være en voksende funktion af kursudsvingenes størrelse, eller med andre ord, at risikoen for destabiliserende spekulation øges med kursvariationernes størrelse. I denne forbindelse har de spekulative transaktioners omfang i forhold til betalingsbalancens øvrige poster betydning. Spekulationen i kursens variationer kan være stabiliserende, for så vidt som forventningselasticiteten er lav ved moderate kursændringer; men samtidig kan spekulationens omfang være utilstrækkeligt til udsvingenes begrænsning. Intervention i markedet fra myndighedernes side vil da være nødvendig for at bevare spekulationens stabiliserende karakter, eller — hvis spekulationens utilstrækkelige omfang beror på kontrol med kapitalbevægelser — kan denne lempes. Den modsatte yderlighed, at spekulative transaktioner antager et sådant omfang, at de bliver dominerende i forhold til de øvrige transaktioner — sondringen er selvsagt uskarp — kan imidlertid også forekomme og er en særlig nærliggende mulighed på markedet mellem et lille og et stort lands valuta. Hvor en sådan disproportionalitet mellem rent spekulative og andre transaktioner udvikler sig, er der en betydelig risiko for voldsomme kursvariationer ude af kontakt med de forhold, som kan anses for bestemmende for den lange løbs ligevægtskurs. Analoge tilstande kendes fra andre markeder, jfr. 1929's amerikanske aktiemarked.

Omfang og intensitet af restriktioner vil påvirke valutamarkedets effektivitet. Som nævnt ovenfor kan restriktioner på kapitalbevægelser begrænse spekulationens omfang og dermed reducere markedets funktionsduelighed. De senere års erfaringer viser imidlertid, at der på trods af restriktioner kan foregå betydelige korte kapitalbevægelser gennem tidslig forskydning af betalinger i forhold til de samhørende varebevægelser etc. Disse kapitalbevægelser har forstærket betalingsbalancestillingens variationer for en række lande og har under faste valutakurser kunnet foretages praktisk talt risikofrit, fordi retningen af en eventuel officiel kursændring har været udenfor tvivl. En minimumsfordel, som selv ved begrænset adgang til internationale kapitaloverførsler kan forventes af en moderat fluktuerende kurs, er da en elimination af sådan destabiliserende spekulation.

Hvis udenlandske valutaer er inkonvertible, og det land, der lader sin valutakurs fluktuere, vil opretholde med de officielle udenlandske kurser overensstemmende kursforhold, må et valg træffes med hensyn til i hvilket

marked, d. v. s. overfor hvilken valuta eller valutagrube, kursen ska sættes ved fri prisdannelse, medens kurserne af myndighederne må sætte overensstemmende i de øvrige markeder. For valget af marked kan som de vigtigste motiver formentlig nævnes: 1) hvilket marked der er af kvantitativt størst betydning i landets internationale transaktioner; 2) hvilken de er den stærkeste blandt de fremmede valutaer; og 3) hvilket marked de kan påregnes at udvise størst teknisk effektivitet. At disse tre kriterier ingenlunde behøver føre til samme valg, belyser de vanskeligheder, inkonvertibilitet skaber. Konflikten mellem kriterierne vil dog i nogen grad mildnes, hvis — som det tillige af andre grunde kan vise sig hensigtsmæssigt — myndighederne intervenerer på det kursbestemmende marked, idet interventionen i skiftende forhold kan tage hensyn til udviklingen på de forskellige markeder.

Såfremt formålet med indførelsen af et frit valutamarked — med mere eller mindre intensiv offentlig intervention — alene er at tillade kurssving om et uændret niveau, kan det være en forudsætning for et heldigt resultat at indførelsen sker i en relativt stærk betalingsbalancesituation. Endvidere kan det være formålstjenligt at tilkendegive grænser for de tilladte kursbevægelser, idet under disse forhold selv en meget beskedne kursændring kan fremkalde forventning om senere redressering.

Deklaration af margin for kursbevægelserne vil på den anden side være u hensigtsmæssig, hvor indførelsen af en fluktuerende kurs tillige har det videregående formål at overflødiggøre andre arter af betalingsbalanceindgreb, specielt importrestriktioner. En samtidig indførelse af et frit valutamarked og gennemførelse af den tilsigtede afskaffelse af restriktioner kan resultere i voldsomme og stærkt forstyrrende kursudsving, hvis liberaliseringen er af betydeligere omfang. Prismekanismen fungerer slet ved pludselige og voldsomme ændringer i udbud og efterspørgsel, dels fordi grundlaget for markedets rutine bortfalder, dels fordi selve prisændringerne har vigtige virkninger. Hvis indførelsen af en fluktuerende kurs sker som indledning til en gradvis lempelse af restriktionerne, vil kursen blive udsat for et pres afhængigt af markedets forventninger om liberaliseringens omfang og tempo. Under disse omstændigheder kan myndighederne for at undgå en faldende kurstrend og muliggøre akkumulation af reserver finde det mest akceptabelt straks at presse kursen til et skønnet på langt sigt adækvat niveau. Den iøjnefaldende ulempe ved denne fremgangsmåde er, at produktivitetstigningen som følge af liberaliseringen vil slæbe efter prisstigningerne som følge af deprecieringen.