

# KOMMENTARER OG OVERSIGTER

## DEBATTEN OM DEN INTERNATIONALE LIKVIDITET

Den redegørelse for dette emne, som nationalbankdirektor Svend Andersen har givet i *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 1964 p. 105 ff., har vakt en række tanker og følelser hos mig, som jeg vil give udtryk for i det følgende.

Svend Andersen siger (p. 113), at der til syvende og sidst ikke findes andre likviditetsinstrumenter end, hvad de monetære myndigheder i de ledende overskudslande – med dette udtryk menes lande, der har overskud på deres »basisbalance« – er villige til at holde til udligning af denne saldo. Og her gælder det, at det eneste disse myndigheder vil holde i ubegrænset mængde er guld. Om man vil modtage og holde andre landes valuta beror på mange forskellige forhold, i reglen drejer det sig kun om dollars, og selv for denne møntsorts vedkommende er det begrænset i hvor stort omfang, man vil modtage den som betaling.

Det er let at forstå, at der kan knytte sig betænkeligheder til at akkumulere overskud, derimod er det mindre indlysende, hvorfor et land, når det har et sådant overskud, skulle foretrække det dækket med guld fremfor med dollars. Den eneste fordel ved at foretrække guld er jo, at en gevinst kan opnås, hvis USA forhøjer guldprisen. Til gengæld vil der foreligge et tab, hvis USA, presset hårdt af kravet om guld for dollartilgodehavender, skulle gå hen og demonetisere guldet. Det første ville være fornuftstridigt, det andet såre fornuftigt. – Men har man lov at antage, at overskudslandenes påståede preference for guldet er begrundet heri?

Jeg skal imidlertid ikke komme nærmere ind på dette spørgsmål, men gøre nogle bemærkninger først, om problemet international likviditet i almindelighed og derefter om den aktuelle diskussion.

I overensstemmelse med almindelig sprogbrug betyder likviditet evnen til at opfylde finansielle forpligtelser til enhver tid. Dette kan en mand gøre, sålænge han kan få kredit. I analogi hermed må det gælde, at et land er likvidt internationalt, sålænge nogen vil tage dets valuta som betaling. Dannes prisen på denne valuta på et frit marked, vil der altid være en pris, hvortil den vil tages som betaling, og der foreligger altså ikke noget likviditetsproblem<sup>1</sup>. Er kursen derimod bundet eller »fast«, er landet likvidt, sålænge det kan – direkte eller indirekte – betale med sin valuta til denne kurs.

Hvorvidt dette er tilfældet, beror selvfølgelig på en bedømmelse af landets betalingsbalance (»basisbalance« i Svend Andersens terminologi). Guld har ikke karakter af absolut likviditet. Et land, der som USA ligger med en trediedel eller mere af alt monetært guld, kan ikke år ud og år ind blive ved at opretholde en stor overskudsimport eller import af langfristede fordringer mod afgivelse af guld. Jo mere villigt et sådant land er til at afgive dette guld, des mindre betydning

1. Det er heroverfor blevet hævdet, at det i realiteten kun er dollars – og dette kun i begrænset omfang – de monetære myndigheder vil holde, og at man i almindelighed ikke vil tage andre underskudslandes valuta som betaling. Dette er jo et rent institutionelt forhold og underordnet. Thi det er tilstrækkeligt, at private vil holde disse andre landes valutaer, nemlig fordi der er udsigt til en rente- eller kursgevinst. Iøvrigt – hvis en bestemt valuta, fx. dollars, ønskes, vil der også være en eller anden rentefod eller vekselkurs, hvortil denne valuta kan fremskaffes.

# KOMMENTARER OG OVERSIGTER

## DEBATTEN OM DEN INTERNATIONALE LIKVIDITET

Den redegørelse for dette emne, som nationalbankdirektor Svend Andersen har givet i *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 1964 p. 105 ff., har vakt en række tanker og følelser hos mig, som jeg vil give udtryk for i det følgende.

Svend Andersen siger (p. 113), at der til syvende og sidst ikke findes andre likviditetsinstrumenter end, hvad de monetære myndigheder i de ledende overskudslande – med dette udtryk menes lande, der har overskud på deres »basisbalance« – er villige til at holde til udligning af denne saldo. Og her gælder det, at det eneste disse myndigheder vil holde i ubegrænset mængde er guld. Om man vil modtage og holde andre landes valuta beror på mange forskellige forhold, i reglen drejer det sig kun om dollars, og selv for denne møntsorts vedkommende er det begrænset i hvor stort omfang, man vil modtage den som betaling.

Det er let at forstå, at der kan knytte sig betænkeligheder til at akkumulere overskud, derimod er det mindre indlysende, hvorfor et land, når det har et sådant overskud, skulle foretrække det dækket med guld fremfor med dollars. Den eneste fordel ved at foretrække guld er jo, at en gevinst kan opnås, hvis USA forhøjer guldprisen. Til gengæld vil der foreligge et tab, hvis USA, presset hårdt af kravet om guld for dollartilgodehavender, skulle gå hen og demonetisere guldet. Det første ville være fornuftstridigt, det andet såre fornuftigt. – Men har man lov at antage, at overskudslandenes påståede preference for guldet er begrundet heri?

Jeg skal imidlertid ikke komme nærmere ind på dette spørgsmål, men gøre nogle bemærkninger først, om problemet international likviditet i almindelighed og derefter om den aktuelle diskussion.

I overensstemmelse med almindelig sprogbrug betyder likviditet evnen til at opfylde finansielle forpligtelser til enhver tid. Dette kan en mand gøre, sålænge han kan få kredit. I analogi hermed må det gælde, at et land er likvidt internationalt, sålænge nogen vil tage dets valuta som betaling. Dannes prisen på denne valuta på et frit marked, vil der altid være en pris, hvortil den vil tages som betaling, og der foreligger altså ikke noget likviditetsproblem<sup>1</sup>. Er kursen derimod bundet eller »fast«, er landet likvidt, sålænge det kan – direkte eller indirekte – betale med sin valuta til denne kurs.

Hvorvidt dette er tilfældet, beror selvfølgelig på en bedømmelse af landets betalingsbalance (»basisbalance« i Svend Andersens terminologi). Guld har ikke karakter af absolut likviditet. Et land, der som USA ligger med en trediedel eller mere af alt monetært guld, kan ikke år ud og år ind blive ved at opretholde en stor overskudsimport eller import af langfristede fordringer mod afgivelse af guld. Jo mere villigt et sådant land er til at afgive dette guld, des mindre betydning

1. Det er heroverfor blevet hævdet, at det i realiteten kun er dollars – og dette kun i begrænset omfang – de monetære myndigheder vil holde, og at man i almindelighed ikke vil tage andre underskudslandes valuta som betaling. Dette er jo et rent institutionelt forhold og underordnet. Thi det er tilstrækkeligt, at private vil holde disse andre landes valutaer, nemlig fordi der er udsigt til en rente- eller kursgevinst. Iøvrigt – hvis en bestemt valuta, fx. dollars, ønskes, vil der også være en eller anden rentefod eller vekselkurs, hvortil denne valuta kan fremskaffes.

vil andre lande tillægge det, de vil før eller senere tillade en relativ stigning i deres omkostningsniveau eller appreciere deres valuta udtrykt i dollars, således at overskuddet formindskes, forsvinder eller omdannes til underskud.

Intet land, hvis betalingsbalance er under kontrol<sup>1</sup>, savner likviditet. Dette gælder uanset, om en gruppe lande er enige om at holde faste vekselkurser, om kurserne er »pegged«, eller om de holdes flydende. I første tilfælde vil tilpasningen kræve mere tid, og der vil kræves mere international kredit, men den vil kunne tilvejebringes, når hovedbetingelsen er opfyldt; det bliver spørgsmål om en eller anden rentedifferens. I de to sidste tilfælde vil rentemarginalen kunne suppleres med kursændringer som middel til at sikre finansiering af det midlertidige underskud. Kreditbehovet vil være mindre, fordi udligningen af omkostningsniveauerne vil være lettere. Ingen aftaler mellem centralbanker eller oprettelse af specielle institutioner vil, når hovedbetingelserne er opfyldt, være nødvendige for at sikre likviditeten. På den anden side vil ingen art af institutioner, aftaler eller finansielle finesser kunne sikre likviditeten, hvis betalingsbalancen ikke er under kontrol eller kun holdes under kontrol ved kvantitativ regulering eller ved at fremkalde eller opretholde en økonomisk depressionstilstand, thi denne art af kontrol vil ikke skabe den tillid, som gør et land kreditfæhigt på valutamarkedet.

Hvor stor den internationale kortfristede kreditgivning skal være mellem en gruppe af lande, der behersker deres betalingsbalance i en fri markedsøkonomi og uden kvantitative handelspolitiske indgreb, beror udelukkende på mønstret af konjunktur- og sæsonsvingninger for de enkelte samhandlende landes vedkommende, samt den tid det tager at gennemføre en justering overfor indtrædende strukturelle ændringer i de relative omkostningsforhold. Nogen grund til at spekulere over disse reserves størrelser er der imidlertid ikke, da de altid vil være til rådighed.

Den aktuelle diskussion om den internationale likviditet beror på, at der er og i hele efterkrigstiden har været alvorlig uligevægt på betalingsbalancerne, samtidig med, at man har ambitioner angående opretholdelse af faste vekselkurser (som man jævnlig ændrer i store spring og efter krampagtige forsøg på at undgå ændringer) til trods for, at der ikke er fundet nogen løsning på problemet: beherskelse af omkostningsniveauets udvikling og dermed af betalingsbalancen.

Men ingen af de mange »planer« eller systemer, som er bragt til torvs i denne diskussion har nogen mulighed for at løse likviditetsproblemet, så længe problemet: beherskelse af betalingsbalancen under faste vekselkurser og under fuld beskæftigelse ikke er løst – og når dette er sket, er der, som nævnt, ikke brug for noget system.

Heller ikke ideen om en »international centralbank«, d.v.s. en institution, der kan skabe absolut gangbare internationale betalingsmidler på samme måde som en national centralbank kan skabe nationale betalingsmidler med absolut frigørende betalingskraft, har nogen mulighed for at løse problemet, for det afskaffer ikke betalingsbalanceproblemet mellem de forskellige nationale områder. Af samme

1. At betalingsbalancen er under kontrol vil sige, at det pågældende land behersker sit omkostningsniveau således, at et underskud i en periode afbalanceres af et overskud i en følgende periode, og således at de vekselkursændringer, som eventuelt forekommer, ikke gennem deres virkninger på leveomkostningerne i landet påvirker omkostningsniveauet. Lønniveauet må altså være under kontrol inden for visse grænser og en automatisk prisregulering af lønnen kan ikke finde sted.

grund er det en illusion at tro på, at løsningen på de monetære spændinger inden for det såkaldte europæiske økonomiske fællesskab ligger i indførelse af et fælles betalingsmiddel og en fælles centralbank for disse lande.

De, der ikke vil tro dette, kan jo blot se på de vanskeligheder, der opstår inden for et integreret område som USA med dets permanente depressionsområder som fx. Kentucky, de gamle tekstilcentre i nordøsten samt de udprægede agrarstater i midtvesten. Sådanne spændinger kan tolereres gennem lang tid i et storområde, der føler sig som en national enhed, som tilfældet er i USA, men ikke når det drejer sig om en flerhed af veletablerede nationalstater.

Efter disse betragtninger vedrørende likviditetsproblemet i almindelighed skal jeg gøre nogle bemærkninger om de konkrete spændinger, der ligger bag den aktuelle diskussion.

Om USA skriver Svend Andersen (p. 119):

»Her er det næppe betalingsbalancens svaghed eller tilsyneladende svaghed, som er skyld i de senere års for ringe økonomiske vækst og tilsyneladende umedgørlige beskæftigelsesproblem. Det er endda et spørgsmål, om ikke årsagssammenhængen er den omvendte. Af en lang række grunde, særlig af politisk-psykologisk natur, har det ikke været muligt at føre en tilstrækkelig ekspansiv finanspolitik, og uden denne har investeringen ikke fuldt ud kunnet hamle op med opsparringen, selv om USA nu har haft 3 års opgangskonjunktur. Opsparingsoverskuddet har så fundet afløb i kapitaleksport af illikvid art, mens omverdenen samtidig har opbygget likvide tilgodehavender i USA for en del af provenuet. Den ufuldstændige udnyttelse af de produktive ressourcer har samtidig hæmmet den pengepolitiske bevægelsesfrihed, så likviditeten er blevet holdt rigelig og den lange rente lav, hvad der naturligvis har tilskyndet udlandet til låntagning; det er derfor ganske logisk, at de amerikanske myndigheder nu gennem renteudligningsskatten søger at gøre det muligt på én gang at holde den lange rente lav til stimulering af den hjemlige investeringsvirksomhed og høj til afskrækkelse af udenlandske låntagere.«

Kommentar: Tankegangen er altså, såvidt jeg har forstået disse betragtninger, at det ikke er betalingsbalanceproblemet, der har forvoldt depressionen, men depressionen der er skyld i betalingsbalanceproblemet. Dette skulle være gået til på den måde, at en uinvesteret opsparring har hobet sig op i USA og denne har da søgt anbringelse i investering i udlandet, hvor man imidlertid ikke har haft brug for den, og derfor har omdannet den i delvis modsvarende likvide tilgodehavender i USA. Men hvorledes skal noget sådant være muligt? »Opsparing« kan ikke have nogen selvstændig eksistens, den er simpelt hen betegnelsen for modværdien af investeringen i det dobbelte bogholderi. Investeringen i udlandet må derfor være uafhængig af opsparringen eller opsparringstilbøjeligheden i indlandet og simpelthen et udtryk for, at udligningen af kapitalanbringelsens fordelagtighed i ind- og udland kun kan ske, når der finder en vis udenlandsk investering sted, og denne kan meget vel ske, selv om der ikke er depression i indlandet.

Der må altså en anden forklaring til, og den er vel ikke så svær at finde: I 1949 forhøjede en række lande dollarkursen med 40%, hvilket er lig med en nedsættelse af omkostningerne udtrykt i dollars med 30%. Tyskland og Holland, der i forvejen havde et langt lavere omkostningsniveau, opskrev også dollaren omend noget mindre. Disse drastiske omkostningsforskydninger, der fandt sted fra den ene dag til den anden, måtte selvfølgelig svække USAs konkurrenceevne både hjemme og ude og betyde en forringelse af fortjenstmarginalerne i ameri-

kansk produktion. Heraf tilbøjeligheden til depression i USA. Til trods for at dette umiddelbart førte til en lavere stigningshastighed i lønnen i USA end i de deprecierende lande, bedredes situationen i USA ikke, idet produktiviteten, efterhånden som rekonstruktionen i den øvrige verden skred frem, steg stærkere end i USA.

De samme forhold, nemlig det lave omkostningsniveau, som fik amerikanske firmaer til at investere i andre lande, fremkaldte en livlig national investeringsvirksomhed i disse lande ikke mindst i forbindelse med en kraftig ekspansion af eksporten. Resultatet blev en stærk stigning i beskæftigelsen og udviklingen af et eksportoverskud. I det ene land efter det andet opnåedes fuld beskæftigelse og et deraf følgende lønpres og frygt for inflation. Denne udvikling søgte man at bremse gennem en restriktiv kreditpolitik med tilhørende højt renteniveau, mens man i USA af hensyn til beskæftigelsen søgte at holde renteniveauet nede. Resultatet heraf blev naturligvis både optagelse af portefuillélån i USAs kapitalmarked og en overførsel af korte penge til lavkostlandene med stigende kortfristede dollar-tilgodehavender som følge.

Da disse til og med gav sig udslag i krav om omveksling med guld, søgte man i USA at hindre denne udvikling ved en ret stram kreditpolitik, der i forbindelse med de indskrumpede fortjenstmarginaler yderligere nedsatte aktivitetsniveauet og øgede fordelagtigheden ved direkte investeringer i udlandet. Og da man under hensyn til nødvendigheden for en ekspansion alligevel ikke i USA kunne holde trit med renteniveauet i de inflationsprægede overskudslande, standsede ikke engang portefuillélånene. En nedgang i disse kapitaloverførsler skete først under truslen om en renteudligningsskat i USA.<sup>1</sup>

1. Svend Andersen er af den opfattelse, (som han på ingen måde er ene om), at depressionen i USA i hvert fald for en del er et »strukturfænomen«, idet arbejdsløsheden skulle bero på en manglende harmoni mellem sammensætningen af den efterspurgte og den udbudte arbejdskraft. Det er vanskeligt at få øje på eksistensen af en sådan disharmoni: geografisk er der en betydelig forskel på arbejdsløshedens størrelse, men jeg har ikke set omtalt noget område af betydning, som er uden arbejdsløshed. Man hører ofte klager over, at der er »mangel« på faglærte, specielt akademisk uddannede folk. Nu er det jo således, at man i USA ikke kender faguddannelse i vor forstand. Virksomhederne uddanner selv deres folk, men herved er det selvfølgelig vigtigt, at der er et udbud af folk, som er intelligens- og kundskabsmæssigt egnede til uddannelse, og de krav man stiller, – eller måske snarere de ønsker, man har i så henseende – er skærpet noget med årene, men jeg har dog aldrig hørt noget om, at en virksomhed, der iøvrigt har ekspansionsmuligheder, skulle nægte at udnytte disse, fordi den må antage arbejdskraft af aftagende kvalitet set i forhold til ønskerne. Hvad angår de akademiske fag, da er det vel rigtigt, at de unge »graduates« har let ved at finde en stilling, navnlig indenfor »engineering« og »science«, men de lønninger, der bydes sådanne nybagte kandidater, og som vel må være udtryk for deres knaphed, er ikke særlig imponerende, 400-500 dollars pr. måned er de lønninger, som nævnes i de rapporter fra universiteterne, som man ofte finder i tidsskrifter som fx. US-News & World Report. Hvis der var en udpræget knaphed ville større tal jo nok forekomme. Iøvrigt ved vi jo fra erfaringerne i Europa, at såvel den faglige som den geografiske mobilitet og substitutionsmulighederne vokser stærkt med knapheden på arbejdsmarkedet. Flaskehalse betyder jo høj profit og dermed muligheden for at bære høje lønomkostninger, herunder optrænings- og omskolingsomkostninger.

Diagnosen kan da sammenfattes således: Man opstiller tre sideordnede målsætninger: a) opretholdelse af faste vekselkurser under fuld valutakonvertibilitet og uden kvantitativ regulering af udenrigshandelen eller variable toldsatser, b) fuld beskæftigelse og c) stabilt prisniveau.

De midler, man anerkender, og som diskussionen drejer sig om, nemlig kredit- og finanspolitik, egner sig imidlertid kun til at realisere den første af disse målsætninger, når man er parat til at ofre den anden, og den tredje – det stabile prisniveau – er under alle tænkeligt praktiske forhold uforenelig med den første. Det er i virkeligheden guldmøntfodens spilleregler, det drejer sig om. Disse forudsætter, at underskudslandene skal drive en kontraktiv politik. En udligning vil da ske på følgende måde: Der opstår arbejdsløshed i underskudslandene, dette mindsker importoverskuddet; på grund af den relativt høje rente dækkes resten af det løbende underskud på betalingsbalancen let ved tilstrømning af kapital fra overskudslandene. Samtidig hæmmes lønstigningen eller lønfald indtræder. I overskudslandene forøges efterspørgslen efter arbejdskraft, lønnen stiger, overskudseksporten aftager. Når disse modgående processer har ført til en udligning af betalingsbalancen, er en stigning i løn- og prisniveau sket i overskuds- og et fald eller en mindre stigning i underskudslandet. En forskydning i omkostningsniveauet har i hvert fald fundet sted.

Der har været et produktionstab i underskudslandet, og det behøver ikke at forsvinde helt, når betalingsbalancens udligning er fuldbåret. Ligevægt kan nemlig tænkes nået med en betydelig margin af arbejdsløshed. »Tilpasningsbesværet« beror på lønnens bevægelighed i de respektive lande samt på den energi, de lægger i tilpasningsforanstaltningerne. Erfaringen lærer os, at lønnen vanskeligt lader sig nedpresse, og at det til og med kan være næsten umuligt at bringe lønstigningen til standsning. Derimod er der ikke nævneværdige hindringer for en lønstigning i overskudslandet, og ligevægt kan da altid tilvejebringes ad denne vej uden meget store ofre i beskæftigelse i underskudslandet, men med tilsvarende stærk inflation i begge lande. Under alle omstændigheder må man prisgive den under b) og c) nævnte målsætning. Dette er, hvad man ikke har villet akceptere, man har villet spille tre spil på een gang, skønt reglerne er så forskellige, som dem der gælder idiotseksotres, l'homme og bridge. Overskudslandene har ikke villet tage den inflation, som ligevægt gennem ekspansion måtte medføre, og som til og med var bestemt af underskudslandenes villighed til at tage arbejdsløshed. Overskudslandene har derfor drevet en kontraktiv politik for at dæmpe inflationen, og underskudslandene en ekspansiv politik for at bekæmpe arbejdsløshed, som det for høje omkostningsniveau automatisk fremkaldte. I samme grad, som denne politik havde held med sig, måtte man få en forøgelse i stedet for en formindskelse af spændingen, der trods alle optænkelige institutionelle nydannelser til opretholdelse af den internationale likviditet før eller senere må føre til handelspolitiske restriktioner eller/og en springvis ændring i vekselkurserne. Hvor efter man påny kunne forfølge guldmøntfodens idealer.

I virkeligheden har man ikke med konsekvens fulgt denne politik. Overskudslandene har ikke formået at undgå en ret kraftig løn- og prisstigning og underskudslandene – og her drejer det særligt om det så tungtvejende USA – har faktisk tolereret nogen prisstigning og en betydelig arbejdsløshed. Denne halvhedens politik har udskudt sammenbruddets time, men intet tyder på, at den kan undgås. Svend Andersen mener (p. 123), »at der i de ledende landes ansvarlige kredse er fuld enighed om at fremme et stabilt valutasystem, hvor den internationale likviditet – det være sig i form af guld, valutatilgodehavender eller kreditmulig-

heder – er tilstrækkelig til for det første at sikre, at fundamentalt sunde valutaer ikke kan komme i fare som følge af kortfristede kapitalbevægelser af mere eller mindre spekulativ natur, for det andet at sikre, at lande med underskud på den egentlige betalingsbalance får rimelig tid til at rette denne op, så de ikke behøver at føre en egentlig chokpolitik.« På den anden side er der også enighed om, »at det ikke er opgaven at gøre det muligt for noget land varigt at operere med underskud på sin basisbalance og finansiere sådanne underskud med stadige indsprøjtninger af såkaldt »international likviditet«.«

Dette program synes mig temmelig irrelevant. Det siger for det første, at hvis der sker »kapitalflugt« fra et land, hvis betalingsbalance er i ligevægt eller kun svinger sæson- og konjunkturmæssigt om ligevægtpunktet, vil de lande, hvortil kortfristede midler overføres, optage disse midler uden kursændring. Dette er selvfølgelig udmærket, men der er ringe grund til at en sådan kapitalflugt skulle finde sted. Og hvis den finder sted, vil den ikke give anledning til kursændringer, selv om ingen regler findes derom. For det andet siger det, at kredit også vil være til rådighed uden kursændring til dækning af et underskud på vare- og tjenestebalancen af fundamental natur, således at det kan få tid til at rette balancen op uden chokpolitik. Men opretningen kan jo kun ske på en måde, nemlig ved en relativ nedpresning af omkostningsniveauet. Det betyder kortere eller længere tids arbejdsløshed. Og tilpasningen hviler på det land, som har fået underskudet. Her skulle man tro, at der var en virkelig alvorlig risiko ved at tage det pågældende lands valuta, for hvem kan garantere for, at enden alligevel ikke bliver en depreciering? Og det vil dreje sig om meget store beløb, for her vil være stærke motiver til kapitalflugt. Man må derfor antage, at krediter i dette tilfælde vil være ledsaget af temmelig skræppe betingelser og et indgående tilsyn med deres overholdelse. Det kan ikke være appetitvækkende for noget land at modtage kredit på disse vilkår, og det vil i mange tilfælde være umuligt af indenrigspolitiske grunde. Man må derfor regne med, at der kun i ringe grad vil blive brug for den slags krediter, og at de i de tilfælde, hvor de bliver benyttet inden for et formaliseret system, ville kunne opnås uden dette.

Derimod kan det land, som gennem længere tid opretholder et underskud på sin basisbalance (USA), ikke vente at få dette finansieret. Her rammer man helt ved siden af. Der foreligger nemlig ikke noget finansierings- men et betalingsbalanceproblem; som jeg har påvist foran, er det jo de andre landes vilkårlige opskrivning af dollar'en, der på en gang har udviklet en depression i USA og en overefterspørgsel efter arbejdskraft i visse europæiske lande. Dette har fremkaldt amerikansk investering, direkte i erhvervsliv eller ved køb af obligationer, i disse lande. Og i og med denne investering i udlandet er jo underskudet på basisbalancen skabt og dets finansiering sket. Nu siges de internationale valutaeksperter at være blevet enige om, at sådan investering ikke vil blive finansieret med »international likviditet«. Hvad vil overskudslandene da foretage sig for at føre dette program ud i livet? De kan nægte at forøge deres dollartilgodehavender og kræve guld. USA kan lade dem få guld, (i såfald vil de hurtigt få »Midas«-fornemmelser) og iøvrigt lade deres økonomiske politik være uforandret. Kapitalbevægelserne vil da ligeledes gå uanfægtet. USA kan træffe kontraktive foranstaltninger, dvs. skabe mere arbejdsløshed. Dette vil sandsynligvis, ihvertfald til at begynde med, forøge kapitaleksporten, idet rentabiliteten i USA bliver endnu ringere. Dog denne reaktion er umulig, fordi den amerikanske befolkning ikke vil finde sig i mere arbejdsløshed. Endelig kan USA indføre restriktioner på vare- og kapitalbevægelser, yde eksportpræmier m.v. Dette er man allerede på vej med,

men dermed prisgiver man jo den markedsøkonomi, som et formaliseret internationalt valutasystem foregiver at skulle tjene.

Jeg har også hørt sige, at USA kan holde et højt renteniveau og dermed bremse kapitaleksporten. Samtidig kan man drive en ekspansiv politik via finanserne, indtil der bliver fuld beskæftigelse. Denne ekspansion vil forbedre rentabiliteten og fremme den indenlandske investering, hvorved kapitaleksporten kan holdes i skak med en lavere rentefod, der igen stimulerer ekspansionen. Men under denne politik får man 1) en forvridning af strukturen, 2) et underskud på den løbende balance.

Dette var resultatet, hvis overskudslandene nægter at finansiere underskudet på basisbalancen. Men hvad sker der, hvis de finansierer det? Ja, hvis USA er nødt til at ekspandere, må man regne med, at der foruden underskudet på basisbalancen opstår et underskud på den løbende balance.

Vi har altså set, at der ikke indenfor det sæt af regler, som Svend Andersen nævner, er nogen mulighed for at fjerne den uligevægt, der her er tale om, og det viser jo, at disse regler ikke er egnede til at være rettesnor for international valutapolitik. I det foreliggende tilfælde har overskudslandene meget ringe magt til at diktere underskudslandet betingelser. Det er tværtimod således, at hvis et eller flere af dem er ked af at ombytte langfristet gæld med kortfristede tilgodehavender, og hvis de sætter faste vekselkurser som øverste mål, har de indenfor en markedsøkonomi ikke andet at gøre end at udkonkurrere USA i retning af inflation. Det ville ske meget hurtigt, hvis man ikke lagde ekspansionen hindringer i vejen i form af forholdsvis høj rentefod. En lav rentefod ville i sig selv sætte en stopper for eksporten af obligationer, og lønniveauet ville hurtigt stige og profitmulighederne falde, således at der heller ikke var basis for direkte udenlandsk investering. Samtidig ville USA's konkurrenceevne, profitmulighederne og investeringen i indlandet øges, incitamentet til investering i udlandet ville forsvinde, og problemet ville være løst. Den anden mulighed ville være, at centralbankerne i overskudslandene lod dollarkursen synke. Derved ville man opnå det samme, som ved den førstnævnte metode, men med mindre inflation i verden. Dog måtte man naturligvis slagte den hellige ko, der hedder guldmøntfod, faste vekselkurser og deslige, men menneskene ville være bedre tjent dermed.

Konklusionen af disse betragtninger er da, at den nuværende diskussion om de internationale monetære problemer tyder på, at man er parat til at spænde vognen for hesten; thi det problem, man bryder sin hjerne med, er hvorledes man skal være i stand til at finde midler til at finansiere et underskud på betalingsbalancen, mens det virkelige problem er, hvorledes nationerne skal finde midler til at beherske betalingsbalancen. Når denne opgave er løst, følger det andet af sig selv, som vognen følger hesten.

At diskutere dette centrale spørgsmål – selv antydningssvis – ville kræve en selvstændig artikel. Jeg skal derfor ved denne lejlighed afstå fra en sådan diskussion, men blot fremhæve, at så længe man fastholder målsætningen: stabilt prisniveau, faste valutakurser, fuld beskæftigelse samt opretholdelse af en markedsøkonomi, hvor man overlader lønfastsættelsen til arbejdsmarkedets parter, har man ikke så meget som nærmet sig problemets løsning.

*Jørgen Pedersen\**

\* Professor, dr. polit.