

OMKRING DEBATTEN OM DET INTERNATIONALE VALUTASYSTEM

Af SVEND ANDERSEN*

Baggrunden.

Den debat om det internationale valutasystem, der foregår for tiden, minder på mange måder om den, der gik forud for skabelsen af Den internationale Valutafond omkring slutningen af den anden verdenskrig. Da man i årene 1943-45 skulle tilrettelægge rammerne for den kommende fredstids internationale betalingsformidling, måtte det stå som noget særdeles tillokkende på ny at stræbe henimod den stabilitet, der prægede den gamle guldfod. Man ønskede igen et system, der arbejdede med faste valutapariteter og fri konvertibilitet og kunne danne det valutariske modstykke til den frigørelse af handelen fra restriktioner, man håbede hurtigt at nå frem til.

Men efter 1920'ernes deflation og fiaskoen med den kortvarige genoplivelse af guldfoden i anden halvdel af 1920'erne var man naturligvis ikke indstillet på at acceptere det, der var hovedforudsætningen for »den gamle guldfod«, (det vil sige guldfoden, som man kendte den før 1914) — at konjunktoren i de enkelte lande ensidigt skulle rette sig efter betalingsbalancens stilling. Hvert land skulle tværtimod have mulighed for at føre aktiv økonomisk politik med fuld beskæftigelse som det vigtigste led i målsætningen.

Der måtte altså findes et system, som om muligt på én gang kunne sikre stabile og frie internationale valutaforhold og samtidig tillade de enkelte lande at føre en rimelig grad af autonom konjunkturpolitik.

Forhandlingerne om indretningen af det instrument, som skulle muliggøre varetagelse af begge hensyn, Den internationale Valutafond, blev i alt væsentligt en engelsk-amerikansk dialog. Fra engelsk side ønskede man 1. prioritet givet til den indrepolitiske målsætning, altså opretholdelsen af fuld beskæftigelse, og arbejdede derfor for, at Valutafonden skulle blive en

* Nationalbankdirektør, cand. polit. — Artiklen er udarbejdet på grundlag af et foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 11. februar 1964.

OMKRING DEBATTEN OM DET INTERNATIONALE VALUTASYSTEM

Af SVEND ANDERSEN*

Baggrunden.

Den debat om det internationale valutasystem, der foregår for tiden, minder på mange måder om den, der gik forud for skabelsen af Den internationale Valutafond omkring slutningen af den anden verdenskrig. Da man i årene 1943-45 skulle tilrettelægge rammerne for den kommende fredstids internationale betalingsformidling, måtte det stå som noget særdeles tillokkende på ny at stræbe henimod den stabilitet, der prægede den gamle guldfod. Man ønskede igen et system, der arbejdede med faste valutapariteter og fri konvertibilitet og kunne danne det valutariske modstykke til den frigørelse af handelen fra restriktioner, man håbede hurtigt at nå frem til.

Men efter 1920'ernes deflation og fiaskoen med den kortvarige genoplivelse af guldfoden i anden halvdel af 1920'erne var man naturligvis ikke indstillet på at acceptere det, der var hovedforudsætningen for »den gamle guldfod«, (det vil sige guldfoden, som man kendte den før 1914) — at konjunktoren i de enkelte lande ensidigt skulle rette sig efter betalingsbalancens stilling. Hvert land skulle tværtimod have mulighed for at føre aktiv økonomisk politik med fuld beskæftigelse som det vigtigste led i målsætningen.

Der måtte altså findes et system, som om muligt på én gang kunne sikre stabile og frie internationale valutaforhold og samtidig tillade de enkelte lande at føre en rimelig grad af autonom konjunkturpolitik.

Forhandlingerne om indretningen af det instrument, som skulle muliggøre varetagelse af begge hensyn, Den internationale Valutafond, blev i alt væsentligt en engelsk-amerikansk dialog. Fra engelsk side ønskede man 1. prioritet givet til den indrepolitiske målsætning, altså opretholdelsen af fuld beskæftigelse, og arbejdede derfor for, at Valutafonden skulle blive en

* Nationalbankdirektør, cand. polit. — Artiklen er udarbejdet på grundlag af et foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 11. februar 1964.

liberal kredityder, som ikke stillede strenge krav til de enkelte lande, og som fordelte tilpasningsbyrden nogenlunde ligeligt mellem underskuds- og overskudslande. Dette var kernen i den såkaldte »Keynes-plan«.

Amerikanerne lagde omvendt hovedvægten på den disciplin, Valutafonden skulle lægge på lande med betalingsbalanceunderskud; kreditmulighederne skulle ikke være for rigelige og ikke for lette at udnytte.

De samme modsætninger ligger bag diskussionen i dag om valutasystemets fremtid. Een floj ser hovedfaren i den stadige inflation og lægger derfor hovedvægten på disciplinsynspunktet, medens den anden floj frygter, at knaphed på internationale betalingsmidler skal tvinge de ledende lande til en så tilbageholdende økonomisk politik, at der opstår fare for økonomisk stagnation. Fra denne side lægges hovedvægten derfor på at få skabt rigeligere adgang til international kredit.

Replikkerne er altså nogenlunde de samme, som da stykket blev spillet omkring slutningen af den anden verdenskrig, men rollefordelingen er unægtelig skiftet, og der er kommet flere rollehavende. Heller ikke i valutapolitikken træffes de store afgørelser længer ved en rent engelsk-amerikansk dialog. Fællesmarkedslandene er kommet ind på scenen, og det er i dag disse — især Frankrig, Holland og i nogen grad Tyskland — der står som ordførere for disciplinsynspunktet, medens U.S.A. har nærmet sig de engelske grundsynspunkter, vel navnlig fordi dette land selv har fået et betalingsbalanceproblem.

Endelig må det fremhæves, at de mange års højkonjunktur og inflation siden den anden verdenskrig i alle lande, også i dem, der er mest indstillet på den ekspansive linie, har givet debatten en anden grundtone. Ingen lande inden for vor industrialiserede del af verden vil i dag gå ind for et system, hvor man ikke har en vis betalingsbalancedisciplin som et af de få værn mod de stærke inflatoriske kræfter i de enkelte lande. (Udviklingslandenes problemer, der overvejende er af anden art, må vi lade ligge her).

IMF-systemet.

Det kompromis, man i 1945 nåede frem til ved valutafondoverenskomsten (Articles of Agreement of The International Monetary Fund, IMF) — og som i parentes bemærket var ensbetydende med, at verden for første gang fik et traktatligt aftalt internationalt valutasystem — domineredes af U.S.A.'s tankegang. Adgangen til kredit fra fonden blev nemlig relativt besværlig, og de totale kreditmuligheder blev langt mindre, end f.eks. Keynes havde foreslået i sit udkast. På papiret fik de konservative amerikanske synspunkter altså overvægt.

Som valutafondoverenskomsten var udformet, egnede den sig imidlertid ikke til at løse opgaverne i genopbygningsårene; det blev Marshall-hjælpen

(1948-52) og samarbejdet i Den europæiske Betalingsunion (1950-58)¹, som gav det valutariske grundlag for Europas hurtige genopbygning. Valutafonden stod indtil efter midten af 1950'erne i virkeligheden kun i kulissen.

Forst i 1950'ernes slutning var Vesteuropa realøkonomisk og valutarisk blevet så stærkt, at forudsætningerne var til stede for anvendelsen af valuta-fondoverenskomstens principper. Dette markeredes ved overgangen til konvertibilitet mellem de europæiske valutaer og dollaren i de dramatiske juledage i 1958, hvor de Gaulle's regering samtidig devaluerede franc'en til en realistisk kurs og dermed lagde grunden til Frankrigs stærke betalingsstilling i de følgende år.

Valutaerne skulle herefter til at leve sammen uden restriktioner i en verden, hvor også restriktionerne for varehandelen var under fuld afvikling, men hvor der samtidig med denne *internationale* liberalisering på det valutariske og handelspolitiske område i *de enkelte lande* førtes bevidst økonomisk politik, oftest med andre mål end ligevægt på betalingsbalancen sat i spidsen.

Når de enkelte lande opstiller den økonomiske politiks mål i forskellig prioritetsorden, så nogle stiller fuld beskæftigelse og social udligning øverst, andre den stærkest mulige økonomiske vækst og atter andre stabile prisforhold og valutarisk styrke, kan man ikke påregne at få et system med frie valutaforhold, men beskedne kreditmuligheder, til at fungere gnidningsløst. Alligevel var forudsætningerne for, at systemet kunne fungere nogenlunde i praksis, ikke så helt dårlige i 1959. Der var i de forløbne år — ikke mindst takket være amerikansk hjælp og amerikanske investeringer — opbygget betydelige guld- og valutareserver i de fleste vesteuropæiske lande, så der i udgangspositionen var bedre valutarisk ligevægt mellem de to sider af Atlanterhavet end i mange år.

Selv *Frankrig*, som længe havde været smertensbarnet, fik efter valuta-reformen i december 1958 orden i sine pengeforhold, så flugtkapitalen begyndte at vende tilbage, og det varede ikke længe, før valutareserverne steg i hastigt tempo.

Tysklands overskud var imidlertid i færd med at blive betænkelig stort, og omvendt udgjorde *Storbritannien* et svagt punkt i fæstningen på grund af misforholdet mellem på den ene side pundets store anvendelse som internationalt betalingsmiddel og som reservevaluta for sterlingområdet og på den anden side den spinkle stødpude, den engelske guldreserve udgjorde over for de vidtspændende forpligtelser.

Systemet indeholdt derfor betydelige spændinger. Man klarede sig i første omgang ved en 50 pct.s forøgelse af kvoterne i Valutafonden kombineret

1. Den europæiske Betalingsunion (EPU), der formelt trådte i kraft 1. juli 1950, var i virkeligheden slutstenen på flere års gradvise optoning af den stive bilateralisme, som umiddelbart efter krigen beherskede de europæiske betalingsforhold.

med mere elastiske principper for adgangen til at udnytte dem. Verdenshandelens uventet stærke reelle vækst i årene siden krigen plus den — af de fleste oprindelig lige så uventede — stærke opgang i priserne gav en god objektiv motivering, og det lykkedes i 1959 uden større vanskeligheder at gennemføre en almindelig kvoteforhøjelse på 50 pct. og endnu større forhøjelser for en del lande. Resultatet blev, at fondens samlede ressourcer kom op på ca. 15 milliarder dollars mod de ca. 8 milliarder dollars, man begyndte med i 1946, og med denne forøgelse håbede man at have sikret systemet for en betydelig periode.

De større kvoter i Valutafonden repræsenterede et anseligt tilskud til »den internationale likviditet«, som det viste sig, da England under sterlingkrisen i 1961 efter revalueringen i Tyskland og Holland trak 1.500 mill. dollars svarende til over halvdelen af landets hidtidige reserver.

Udtrykket »international likviditet« er en moderne samlebetegnelse for de betalingsmidler, de pengepolitiske myndigheder har til rådighed til at dække eventuelle underskud på betalingsbalancen med. De elementer, der normalt henregnes hertil, er guld, valutabeholdninger og kreditmuligheder hos Valutafonden, men begrebet er ikke entydigt og kan i virkeligheden ikke gøres op til et bestemt beløb. Det kan det knap nok for det enkelte land, og slet ikke, når man lægger landene sammen, bl.a. fordi det ene lands valutatilgodehavender jo er gæld for det andet. Det illustrerer derfor også kun begrebernes størrelsesorden at nævne, at de samlede monetære guldbeholdninger uden for de kommunistiske lande har en værdi af ca. 40 milliarder dollars, de officielle valutatilgodehavender beløber sig til op imod 25 milliarder dollars, og kvoterne i Valutafonden andrager 15-16 milliarder dollars.

Det kan naturligvis være praktisk at benytte sig af en sådan samlebetegnelse som »international likviditet«, men det rummer den fare, at man fristes til at tro på muligheden af enkle svar og enkle engangsløsninger. Man må se på de forhold, der ligger bag. Det er sikkert mest hensigtsmæssigt først at se på, *hvorfor* diskussionen om »den internationale likviditet« igen er blusset så stærkt op i de seneste år, dernæst i lyset heraf at drøfte, *hvad* der kan være rimelige kriterier for den internationale likviditets tilstrækkelighed, og endelig *hvilke muligheder* der for en realistisk vurdering står åbne, hvis man kommer til det resultat, at den internationale likviditet er utilstrækkelig eller i en nærmere fremtid kan ventes at blive det.

Hvad har aktualiseret spørgsmålet om »den internationale likviditet«s tilstrækkelighed?

Det første spørgsmål er altså, hvorfor det internationale likviditetsproblem nu igen er blevet et centralt emne i den økonomisk-politiske diskussion.

Forst det selvfølgelig, at verdenshandelen stadig vokser både i omfang

og endnu mere i beløb (rundt regnet fordobling fra 1953 til 1963, fra 75 til 150 milliarder dollars). Alt andet lige må dette medføre, at de overskud og underskud i de enkelte landes betalingsbalancer (på de løbende poster), som uundgåeligt fremkommer som følge af klimatiske, tekniske og markeds-mæssige forstyrrelser og forskydninger og politiske indgreb, må blive stadig større i absolutte beløb. Da samhandelen i disse år vokser kraftigt, og prisstigningen desværre synes at fortsætte, kan det ikke undre, at likviditetsreserver, der endnu for få år siden syntes rigelige til udligning af sådanne normale udsving på betalingsbalancerne, forholdsvis hurtigt kan komme til at vise sig for små.

Hertil kommer så, at uligevægtstilstandene har en tendens til at blive langvarige, bl.a. fordi de ikke længer alene beror på forstyrrelser som de nævnte, men tillige på forskellig økonomisk politik. De automatiske tilpasningsmekanismer, som likviditets- og indkomstvirkningerne af under- og overskud skulle sætte i gang, får ikke uden videre lov at virke, og tilpasningsperioderne bliver derfor let meget lange.

Vi har således nu haft en lang årrække med stadige overskud hos fællesmarkedslændene på det europæiske kontinent. *Vesttyskland* har hvert år siden 1951 haft overskud på de løbende poster, *Frankrig* er vel for tiden omkring eller lidt under ligevægtspunktet, men efter 4-5 år med store overskud, og hidtil er det kun *Italien*, der er kommet i en virkelig underskuds-tilstand efter adskillige overskudsår. Måske har man lov at opfatte det sidste års udvikling i Frankrig og Italien — Holland kan vel tilføjes — som beviser på, at tilpasningsmekanismen virker trods alt, men det går trægt.

Modstykket til Fællesmarkedets overskud har naturligvis været *det amerikanske underskud*. Dette underskud, eller såkaldte underskud, er af særegen art, fordi det beror på regeringsbistand til omverdenen samt kapital-eksport, medens der er stort overskud på vare- og tjenestebalancen. Men målt med valutastillingen, der for U.S.A.'s vedkommende normalt defineres som guldbeholdningen med fradrag af andre landes kortfristede eller let realisable tilgodehavender i U.S.A., er U.S.A.'s position blevet så godt som uafbrudt forringet siden 1949. Indtil midten af 1950'erne var dette en særdeles kærkommen udvikling, der gjorde ende på »dollarknapheden« og muliggjorde overgangen til konvertibiliteten, men det fortsatte underskud har givet nye problemer.

Lande som Storbritannien, Sverige og Danmark har på mere traditionel vis svinget omkring balancepunktet, men navnlig for Storbritanniens og Danmarks vedkommende på et meget svagt valutarisk grundlag, så selv udsving, der var relativt beskedne målt i forhold til udenrigsomsætningen, til tider har måttet imødegås med drastiske omlægninger af den økonomiske politik.

Vi har altså i en betydelig årrække haft valutaoverskud på det europæiske kontinent og valutaunderskud i U.S.A., og det er klart, at en sådan varig

uligevægtstilstand mellem økonomiske giganter rummer en trussel mod det internationale valutasystems stabilitet, når denne stabilitet for en væsentlig del hviler på tilliden til underskudslandets valuta, in casu dollar.

Kapitalbevægelsernes tillagende betydning.

Som nævnt udspringer uligevægten ikke blot af betalingsbalancens løbende poster — altså over- og underskud i varehandelen og udvekslingen af tjenesteydelser — men også i høj grad af de internationale *kapitalbevægelser*, og disse har efterhånden fået et kolossalt omfang.

U.S.A. har hele tiden opretholdt fri adgang for kapitaloverførsler til og fra udlandet, og de vesteuropæiske lande har også i vidt omfang liberaliseret deres regler. For U.S.A. er frie kapitalbevægelser et selvfølgelig led af den liberale doktrin, dets økonomiske politik bygger på, og U.S.A. har, f.eks. i OECD, lagt stærkt pres på de europæiske lande for at få disse til at opgive de resterende restriktioner på dette felt.

Mange vesteuropæiske lande har mer eller mindre helhjertet tilsluttet sig den amerikanske doktrin, og under alle omstændigheder er visse former for kapitalbevægelser så nært knyttet til den egentlige erhvervsvirksomhed, at frie kapitalbevægelser føles som en naturlig videreudbygning af liberaliseringen af varehandelen — det gælder f.eks. ydelse og modtagelse af kommercielle kreditter og ligeledes direkte erhvervsmæssige investeringer såsom oprettelse af datterselskaber.

Andre former for kapitalbevægelser som porteføljeinvesteringer i værdipapirer og omflytning af kortfristede tilgodehavender mellem forskellige pengemarkeder ud fra rente- og kurshensyn har en mindre klar erhvervsmæssig baggrund, og nogle vesteuropæiske lande — særlig Storbritannien og de skandinaviske lande — har da også været tilbageholdende over for fuld frigivelse heraf. De rentemæssigt eller spekulativt motiverede bevægelser kan imidlertid foregå under mange former, hvoraf adskillige i praksis ikke er til at skelne fra normale kommercielle dispositioner — frihed for de sidste har derfor i realiteten ofte også betydet frihed for de første; det må være nok at erindre om den betydning, det kan få for et lands valutastilling, om importørerne af frygt for en opskrivning af kurserne på fremmed valuta fremskynder deres betalinger og giver afkald på den normale kredittagning, og den modsat rettede virkning, der fremkommer, hvis højere rente og knappere likviditet i hjemlandet tilskynder importørerne til at tage mest mulig kredit i udlandet. Eksportørernes hjemtagning af eksportprovenu og kreditydelse til de udenlandske købere påvirkes ligeledes.

Der er en ganske gradvis overgang *fra* sådanne forskydninger i betalings-sædvanerne *over* det internationalt arbejdende erhvervslivs, specielt de store koncerners, placeringer af ledige penge og anvendelse af det ene eller andet lånemarked *til* de private bankers tilsvarende dispositioner.

Erhvervslivets tiltagende internationalisering giver disse forhold større og større betydning, så meget mere som erhvervslivet efterhånden bliver mere og mere finansielt »sophisticated«, bl.a. takket være større virksomheders stigende anvendelse af bankmænd og økonomer som finansielle ledere eller rådgivere.

Nu behøver de kortfristede kapitalbevægelser ikke altid at forstærke uligevægtstendenserne. De kan efter omstændighederne lige så vel virke stabiliserende, f.eks. som resultat af en bevidst, internationalt afstemt rentepolitik — men det afgørende er, at de giver *mulighed* for store bevægelser bort fra en valuta, der er eller anses for svag. De kan forstærke en uligevægt, eventuelt gøre den kritisk, og skal systemets stabilitet sikres, er det derfor nødvendigt, at valutaer, der er ved at komme i farezonen, f.eks. på grund af længere tids underskud, eller måske på grund af politiske krisetilstande, er omgivet af et rimeligt stærkt sikkerhedsbælte, som kan bære valutaen oppe, til faren er overvundet eller drevet over. De store muligheder for korte kapitalbevægelser stiller med andre ord øgede krav til den internationale likviditet.

Den lange internationale långivning indtager en noget anden plads i systemet. Hvis livet fulgte de klassiske lærebøger, skulle det europæiske kontinent, specielt Vesttyskland med nu adskillige års overskud bag sig og store guld- og valutareserver opsamlet udgøre et billigt og let tilgængeligt lånemarked for omverdenen. Det var her, U-landene, halvindustrialiserede lande som Finland og lande med en systematisk kapitalimportpolitik som Australien og Norge skulle hente en stor part af deres kapitalløst. Således er det som bekendt ikke. Det er af mange grunde endnu ikke lykkedes at gøre Tyskland til et effektivt og billigt internationalt lånemarked — om det vil lykkes, står endnu åbent. Hidtil har Tyskland været nettoimportør af langfristet kapital.

Bortset fra den — i øvrigt ingenlunde ubetydelige — långivning, der formidles gennem internationale institutioner som Verdensbanken i Washington og dens datterselskab IDA, har det indtil 1964 været U.S.A.'s kapitalmarked, som har måttet præstere de lange lån. U.S.A. har hidtil været det eneste åbne kapitalmarked af virkelig betydning. *England* har haft sin betydning som kapitalkilde for Commonwealth-landene, medens *Svejts'* internationale lånevirkosomhed jo mest er en slags kapitaltransit. Det samme gælder den seneste tids bølge af — overvejende små — dollarlån i London. Efterspørgselen efter dollarobligationer udbudt via London kommer dog i betydeligt omfang fra Kontinentaleuropa, og i det omfang, dette er tilfældet, er der for så vidt tale om en bevægelse med rigtigt fortegn.

En af grundene til fællesmarkedslandenes manglende indsats som kapitaleksportører er de af beskatningsforhold, institutionelle hæmninger og kartelaftaler betingede store marginaler mellem den effektive rente, obligationskøbere opnår og obligationsdebitorer betaler. Ifølge en amerikanske

undersøgelse fra dette forår skulle denne margin (udtrykt i pct. p.a.) typisk være under 0,1 i U.S.A. og godt 0,2 i England, men over 1 i Tyskland (og endnu højere i Frankrig og Italien). I Tyskland udfoldes dog nu bestræbelser for at bedre dette forhold (såvelsom for ad beskatningsvejen at gøre udlændinges køb af tyske værdipapirer mindre tillokkende).

Strømmen af lang kapital er altså gået fra U.S.A. til omverdenen, herunder i høj grad til Vesteuropa, både i form af direkte investeringer og af lange lån. I en periode, hvor de løbende poster på U.S.A.'s betalingsbalance rundt regnet har balanceret — idet de store overskud på vare- og tjenestebalancen er medgået til at dække civile hjælpeydelse samt militære udgifter i udlandet — har udstromningen af langfristet kapital betydet, at omverdenen har fået dollartilgodehavender, og disse dollars er for en stor del havnet, hvor der var mindst brug for dem.

U.S.A.'s direkte investeringer er ikke mindst gået til fællesmarkedslandene, og disses erhvervsliv har desuden lånt i U.S.A. Endvidere har andre lande, der har lånt i eller modtaget direkte investeringer fra U.S.A., i vidt omfang brugt provenuet til at betale deres overskudsindførsel fra fællesmarkedslandene. Slutresultatet er blevet, at disse i forvejen valutastærke lande til syvende og sidst har modtaget størstedelen af dollarstrømmen, hvoraf de så igen har forlangt en betydelig del omlagt til guld, idet disse lande traditionelt betragter guld som det, der bør udgøre hovedparten af centralbankernes internationale betalingsreserver. Retfærdigvis må nævnes, at Tyskland og Frankrig også, og for tiden, har afbetalt det meste af den resterende efterkrigsæld til U.S.A.'s regering.

I de fire år 1960/63 under ét androg U.S.A.'s nettoudførsel af privat langfristet kapital (direkte og portefølje) nær ved 10 milliarder dollars, og i samme periode blev U.S.A.'s valutastilling forringet med ca. 9 milliarder dollars. Samtidig forøgedes guld- og valutaeserverne hos fællesmarkedslandene med nær ved 7 milliarder dollars. Kredsløbet var naturligvis ikke så direkte, men tallene viser alligevel sammenhængen.

U.S.A. — ikke regeringen, men erhvervslivet og finansmarkedet — har altså i en efterhånden lang årrække forøget sine stærkt indtægtsgivende direkte investeringer i omverdenen og samtidig ydet omverdenen lange lån og finansieret denne kapitaleksport dels ved nedgang i guldbeholdningen — der i de nævnte fire år er faldet med ca. 4 milliarder dollars — dels ved stigningen i andre landes relativt lavt forrentede kortfristede dollartilgodehavender, der er gået op med ca. 6 milliarder dollars. Disse andrager nu ca. 23 milliarder dollars og overstiger dermed langt guldbeholdningen på 15,5 milliarder dollars. Tilmed tjener de 12 milliarder til lovmæssig dækning af den indenlandske pengemængde. (Bestemmelserne herom kan dog suspenderes administrativt, og modstanden mod i god tid at benytte sig af denne mulighed synes aftagende).

De betydelige gulddtab har til tider skabt nervøsitet for, at U.S.A. til sidst kunne blive tvunget til at suspendere guldindløseligheden eller indføre andre valutarestriktioner. Dette har periodevis givet anledning til en udstømning af korte penge, som har forøget presset mod dollaren. Undertiden har den højere rente, korte penge afkaster i Europa sammenlignet med U.S.A., trukket i samme retning. Men det er altså efter mit skøn eksporten af lang kapital, der i de senere år har været den primære destabiliserende faktor, medens den spekulativt betonedede udstømning af korte penge, der til tider har andraget store beløb, overvejende har været en følge af den svækkede »basisbalance« (løbende poster inklusive regeringsydelse plus langfristede private kapitalbevægelser).

Det aktuelle problem.

Hermed er vi i den aktuelle debats centrum. Behovet for international likviditet er stigende som følge af både samhandelens og kapitalbevægelsernes voksende omfang, men den måde, dette behov dækkes på, har i de senere år ikke været følt som tilfredsstillende af i hvert fald en del af de overskudslande, som i særlig grad har mærket tilstrømningen af dollars. Samtidig føler U.S.A. den stadige forøgelse af dollarforpligtelserne som en trussel mod sin valuta.

Nu har en række af udlandets centralbanker i det sidste års tid eller så ikke i samme omfang som i de nærmest foregående år udnyttet deres adgang til at kræve dollars omlagt til guld, men for U.S.A. er det ikke behageligt at føle sig afhængig af velvilje i så henseende. Og under alle omstændigheder rummer en *fortsat* vækst i de i forvejen store dollartilgodehavender efter den almindelige opfattelse både i U.S.A. og Europa en trussel mod dollarens stabilitet og dermed mod hele det eksisterende valutasystem.

»International likviditet« består jo nemlig til syvende og sidst kun af, hvad overskudslandenes pengepolitiske myndigheder er villige til at modtage og holde som monetære reserver. Her er situationen i dag den, hvad enten man kan lide det eller ej, at en *ubegrænset* villighed i så henseende er der kun med hensyn til guld. Over for en hvilken som helst valuta — selv dollaren — er der kun en *begrænset* villighed. Der er selvsagt intetsteds en bestemt grænse, begrænsningen er såre elastisk, skifter fra land til land — bl.a. efter historiske traditioner — og skifter i de enkelte lande med de varierende økonomiske forhold, bedømmelsen af langtidstendenserne på valutaområdet og — ikke mindst — med den politiske problemstilling.

Dette sidste må ikke overses. Der er ofte en tendens til at drøfte valutasystemet i et politisk vakuum, som om det blot drejede sig om at finde tekniske løsninger på tekniske problemer. Men de politiske forhold spiller stærkt ind, og det er f.eks. indlysende, at den mangel på politisk enighed, der for tiden er mellem U.S.A. og Frankrig, også smitter af i valutadrøftel-

serne. Det må dog tilføjes, at de franske valutaautoriteter har været ganske samarbejdsvillige i de senere års praktiske valutapolitik, ikke mindst i de for pundet kritiske måneder efter afbrydelsen af forhandlingerne mellem Fællesmarkedet og England i januar 1963.

Guldet.

Da guldet endnu er det eneste betalingsmiddel, som af alle lande accepteres ubegrænset, er det rimeligt at se på, hvor store tilskud den internationale likviditet kan regne med fra denne kilde. Den vestlige verdens monetære guldbeholdninger andrager som før nævnt ca. 40 milliarder \$. Guldproduktionen har i de senere år ligget på ca. $1\frac{1}{4}$ milliard \$, hvortil kommer, at Rusland plejer at sælge for ca. 200 mill. \$ guld til Vesten (i 1963 dog ca. 400 mill. \$). En årlig tilvækst i guldforrådet på ca. 1,5 milliard \$ svarende til 3-4 pct. af de eksisterende reserver ville ikke være ringe, men det er kun en mindre del af guldproduktionen, som finder vej til de monetære reserver.

Holder vi os stadig til perioden 1959-63 er gennemsnitlig kun guld svarende til ca. $\frac{1}{2}$ milliard \$ årlig havnet i de officielle reserver — den resterende milliard er dels medgået til industrielt og håndværksmæssigt brug — det er formentlig den mindste del — dels forsvundet i privat hengemning, ikke mindst i det nære og fjerne Østen og i bankbøkske i Svejts eller private gemmer der og andetsteds. Vi er ved en af de onde cirkler, økonomien er så rig på. Når væksten i den internationale likviditet overvejende har form af stigende dollartilgodehavender, bliver man i de lande og befolkningselementer, som traditionelt tror stærkt på guldets magt, og måske endda i kredse herudover, nervøs for dollarens fremtid og suger derfor en større del af nyguldet til sig. Når omvendt dollarens stilling styrkes, som det har været tilfældet siden midten af 1963 (mere effektivt monetært samarbejde, amerikanske indgreb over for valutatabet), finder en større del af guldet vej til de officielle forråd — i 1963 henved 900 mill. \$. Selv om vi vel har lov til at håbe på en fortsættelse af denne udvikling, er der ikke grund til at tro, at guldressourcerne kan forøges i et sådant tempo, at dette alene kan løse likviditetsproblemet.

U.S.A.'s bestræbelser for at betrygge dollar'ens stilling.

Det er en kendsgerning, at U.S.A. er fast besluttet på at nedbringe de senere års valutatab væsentligt og helst helt stoppe dem. Det, man vil af med, er underskuddet på basisbalancen, d.v.s. summen af posterne vedrørende varer og tjenester (der i sig selv giver stort og stigende overskud), regeringsudgifter til og i udlandet samt langfristede private kapitalbevægelser. Der sættes ind på alle tre fronter, og under forudsætning af, at der opnås nogenlunde tilfredsstillende resultater, regner de amerikanske myndigheder med, at enhver

mistillid til dollaren kan udryddes, og at der i så fald ingen grund er til at frygte spekulative angreb på dollar'en gennem kortfristede kapitalbevægelser.

Da det naturligvis tager tid at genoprette ligevægt på basisbalancen, er dollaren blevet omgærdet med et sikkerhedsbælte, for at der ikke skal kunne ske ulykker i tilpasningsperioden.

Dette sikkerhedsbælte er sammensat af mange dele.

Der er truffet et omfattende net af beredskabsaftaler med en halv snes centralbanker, hvorved U.S.A. — eller partneren — kan skaffe sig kortfristede valutakreditter gennem såkaldte »swap-arrangementer« (d.v.s. køb af valuta kontant mod samtidigt salg på termin). Disse aftaler beløber sig nu til en samlet sum af over 2 milliarder \$, hvoraf for tiden (ultimo marts 1964) kun ubetydelige beløb er udnyttet.

U.S.A. har også i juli 1963 indgået en beredskabsaftale med Valutafonden, som giver U.S.A. mulighed for uden varsel at trække 500 mill. \$ — et beløb, der let vil kunne forøges, særlig efter at Valutafonden i 1962 traf aftale med ti større industrialiserede lande om, at disse indbyrdes i visse tilfælde ville stille yderligere kredit til rådighed inden for en samlet sum af 6 milliarder \$. I februar 1964 trak U.S.A. 125 mill. \$ af beredskabskreditten hos Valutafonden, overvejende i D-mark og franske fres.

En interessant nydannelse udgøres af en særlig slags 1½ til 2 års regeringsobligationer (efter U.S.A.'s vice-finansminister navngivet »Roosa-bonds«), hvori den samme begrænsede kreds af centralbanker med store dollartilgodehavender kan placere en del af disse til relativt høj rente. Det bemærkelsesværdige er, at disse obligationer lyder på kreditorlandets valuta — den amerikanske regering optager altså lån i fremmed valuta, noget man for få år siden ville have forsvoret. For kreditorlandene er disse papirer meget likvide, da de i tilfælde af behov kan omlægges til kortfristede dollarfordringer. Der udestår nu sådanne papirer for henved 1 milliard \$.¹

Federal Reserve er også begyndt at holde beskedne beløb af en række europæiske valutaer, så der kan drives en vis kurspleje for dollar'en i de vigtigere europæiske markeder. Endvidere begrænses udsvingene i guldprisen i London gennem samarbejde mellem Federal Reserve og centralbankerne i 7 andre lande². Der skulle altså ikke være fare for igen at opleve overpriser som i efteråret 1960, hvor noteringen i nogle dage nåede op omkring 40 \$ pr. ounce i stedet for den officielle amerikanske pris på 35 \$.

Endelig må nævnes, at U.S.A. ved at forhøje den korte rente til næsten samme niveau som det, der gælder i det vigtigste europæiske pengemarked,

1. Federal Reserve Bank of New York giver i sin månedlige bulletin jævnlig detaljerede oversigter både over »swap«-arrangementerne og deres udnyttelse og over udstedelsen af »Roosa-bonds«.

2. De 7 lande er: England, Belgien, Frankrig, Italien, Holland, Svejs og Vesttyskland. En god redegørelse for denne såkaldte »guldpulje« findes i Bank of England's »Quarterly Bulletin« for marts 1964, pag. 18-21.

London, har fjernet den væsentligste tilskyndelse til en rentemæssigt motiveret overflytning af korte penge til Europa.

Gennem alle disse foranstaltninger er der skabt et stærkt holværk for den amerikanske dollar, og de væsentligste elementer i forsvaret er tilmed konstrueret i nært samarbejde med de ledende europæiske centralbanker. Det er næppe for meget sagt, at spekulative angreb på dollar'en ikke længer har nogen udsigt til at lykkes, og da foranstaltningerne kan bruges begge veje, er de samtidig værn for de andre større valutaer. Således har U.S.A. i vinteren 1964 købt for betydelige beløb i lire for at støtte denne valuta — en teknik, der var helt ukendt i dollarknaphedens dage, skønt England den gang prøvede at få U.S.A. til at slå ind på denne vej.

Belært af erfaringerne fra den første tid efter konvertibilitetens indførelse, hvor man endnu måtte famle sig frem og derfor hverken undgik fejl eller undladelsessynder, er der altså i de sidste 2-3 år skabt et intimt samarbejde mellem de ledende landes monetære myndigheder samt mellem disse og Valutafonden. Så længe dette samarbejde består, og det gør det vel, så længe de politiske forudsætninger er til stede, skulle man kunne være nogenlunde sikker på, at de kortfristede kapitalbevægelser ikke længer i sig selv udgør nogen trussel mod valutasystemets stabilitet.

Samarbejdet har allerede stået sin prøve ved adskillige lejligheder — det må være nok at minde om støtten til pundet, da dette truedes efter markrevalueringen i 1961 og igen efter Bruxelles-forhandlingernes sammenbrud i vinteren 1963, samt om situationen omkring Cuba-krisen i efteråret 1962, som ellers kunne være blevet vanskelig for dollar'en. Teknikken er nu så indarbejdet og hurtigt virkende, at det efter mordet på præsident Kennedy næsten var nok bare at trykke på en knap for omgående at kvæle enhver spire til uro om dollar'en. Senest er det den italienske lire, der har nydt godt af samarbejdet.

Men man må ikke misforstå samarbejdets karakter. Der er fuld enighed om, at der ikke må kunne påføres nogen ledende valuta alvorlig skade gennem spekulative eller rentebetingede korte kapitalbevægelser, men man er — navnlig på det europæiske kontinent — stærkt på vagt over for risikoen for, at noget land — og der tænkes naturligvis på U.S.A. — bruger internationale støtteaktioner til at fortsætte med langvarige underskud på basisbalancen. U.S.A. er i virkeligheden enig i denne betragtning og har da derfor også sat ind over for de lange kapitalbevægelser.

Forslaget om en »renteudligningsskat«.

Den mest opsigtsvækkende led i det betalingsbalanceprogram, den amerikanske regering fremlagde i juli 1963, var forslaget om for 2½ år at indføre en renteudligningsskat, der skulle forhøje omkostningerne ved industrialiserede landes låntagning i U.S.A. (ved lån af mindst 3 års varighed) med

1 pct. p.a. med tilbagevirkende kraft til forslaget fremsættelsesdag. Forslaget er endnu ikke vedtaget, men det har virket lige så godt som, eller endnu bedre end, hvis det var vedtaget, fordi usikkerheden om lovens endelige udformning har medført en de facto lukning af markedet.

Mange i Europa havde hellere set direkte restriktioner — gennem en »Issue Committee« el. lign. — eller indgreb, der også vendte sig mod direkte investeringer. Egentlige restriktioner stred imidlertid afgørende imod den amerikanske filosofi og var næppe politisk gennemførlige. For så vidt angår de direkte erhvervsmæssige investeringer, må det erindres, at det var den kraftige stigning i den egentlige långivning i form af obligationsemissioner i 1962 og 1. halvår 1963 — hvor bl.a. Danmark var stor låntager — som fik underskuddet til at svulme op til kritiske højder; i 1. halvår 1963 kulminerede denne långivning med ca. 1½ milliard dollars, svarende til en årsrate på 2½ milliard dollars. For hele 1962 var tallet 1 milliard dollars og i de nærmest foregående år kun ca. ½ milliard dollars. Det var derfor naturligt at sætte ind på dette punkt, så meget mere som U.S.A. med rette kan anke over, at de valutastærke fællesmarkedslande stadig ikke udgør et effektivt og nogenlunde billigt lånemarked for omverdenen. At det også er en klar amerikansk interesse at skåne de givtige direkte investeringer mest muligt, er en anden sag. I øvrigt er det endnu uvist, om og i bekræftende fald i hvilken udformning forslaget om renteudligningskatten bliver vedtaget. At forslaget møder stærk modstand i den amerikanske finansverden siger sig selv.

Konsekvenserne af dollarudstrømningens formindskelse eller ophør.

U.S.A. anser det både af økonomiske, udenrigspolitiske og indrepolitiske grunde for en nødvendighed ret hurtigt at reducere sit valutaunderskud. Men da det er dollartilgangen til omverdenen, der i en efterhånden meget lang årrække har udgjort hovedbestanddelen af væksten i den internationale likviditet, vil standsningen af denne tilgang naturligvis rejse spørgsmål om, hvor den nødvendige fremtidige tilvækst i likviditeten skal komme fra. Vi er altså i den situation, at *fortsætter* det amerikanske underskud, kommer det internationale valutasystem i fare, fordi villigheden til at acceptere dollar'en som reservevaluta gradvis vil svækkes, og *ophører* underskuddet, kommer valutasystemet i fare, hvis der ikke findes en anden vej til at forøge den internationale likviditet i takt med behovets vækst.

Det er naturligvis en forenklet opstilling af situationen, men det er i hvert fald denne problematik, som har ført til, at der nu såvel inden for Valutafonden som inden for en gruppe bestående af de ti valutarisk stærkeste lande¹ er aktive overvejelser i gang om likviditetsspørgsmålet. Man har ikke

1. U.S.A., Canada, England, Frankrig, Tyskland, Holland, Belgien, Italien, Japan og Sverige.

sat arbejdet i gang for at finde udveje til at hjælpe U.S.A. med fortsat at kunne finansiere sin kapitaleksport, men tværtimod for at finde en løsning på de problemer, ophøret af dollarudstrømningen fra U.S.A. forudsættes at ville fremkalde.

Arbejdet blev sat i gang på Valutafondens årsmøde i oktober 1963, og det er tanken, at en rapport med eventuelle forslag skal kunne forelægges på det kommende årsmøde. På dette stadium foregår navnlig 10-magtsgruppens arbejde i absolut fortrolighed, men det ventes, at ministre fra de 10 lande vil fremkomme med en offentlig rapport i juli eller august.

Arbejdet i de to organer foregår imidlertid ikke forudsætningsløst. Det er på forhånd fastslået, at der er to patentløsninger, som skal holdes helt uden for overvejelserne: højere guldpris og svingende valutakurser. Begge disse foranstaltninger har ellers haft ivrige fortalere, mest blandt teoretikere, men da de altså på forhånd er erklæret for uacceptable, skal de ikke omtales nærmere her.

Vi kan altså gå ud fra, at valutasystemet fortsat skal bygge på de to hovedhjørnestene, det i dag hviler på: Dollarens omvekslelighed med guld til fast pris og valutaernes indbyrdes omvekslelighed til faste kurser med kun ubetydelige dag til dag variationer omkring pariteterne.

Er der for tiden mangel på »international likviditet«?

Endvidere bygger arbejdet i praksis på en tredje forudsætning: at det vel er rigtigt, at vi står over for et problem, der efterhånden må ventes at trænge sig på, men at verden ikke *i dag* lider under nogen almindelig mangel på international likviditet.

Denne tese er der ikke almindelig enighed om, men jeg kan ikke se, at den kan røkkes med holdbare argumenter. Det forudsættes herved, at de kontinentale lande, der foruden store guldbeholdninger har store dollartilgodehavender, vel vil udnytte den stærke forhandlingsposition, dette giver dem, men ikke for alvor vil risikere at udsætte systemet for fare ved at forlade deres tilbageholdende guldomvekslingspolitik for så vidt angår allerede opsamlede dollarbeholdninger.

Mangel på international likviditet må jo betyde noget andet, end at nogle lande gerne ville have en stærkere valutastilling, end de har. En rimelig definition ville vel være, at *der foreligger mangel på international likviditet, hvis en flæthed af større lande (eller et enkelt meget stort land) har vanskeligt ved at finansiere 1) normale, midlertidige udsving på betalingsbalancen (i betydning af basisbalancen) eller 2) en midlertidig udstrømning af korte penge eller 3) af betalingsbalancehensyn føler sig tvunget til en økonomisk politik, som fører til længere tids underudnyttelse af deres ressourcer — arbejdsløshed, for ringe vækst — uden at dette skyldes en omkostningsudvikling ude af takt med den omgivende verdens, og som de derfor selv er skyld i.*

Hvis man godtager denne definition, er det svært for tiden at øjne nogen mangel på international likviditet.

De eksisterende guld- og valutareserver suppleret med trækningmulighederne på Valutafonden og de ovenfor omtalte samarbejdsarrangementer skulle være rigelige nok til at dække såvel midlertidige udsving på den egentlige betalingsbalance som eventuelle kortfristede kapitalbevægelser. Dette vil vel de fleste kunne tiltræde. Derimod er der vel nok en del, som mener, at betalingsbalancehensyn tvinger visse lande til en *for* restriktiv økonomisk politik. Noget generelt fænomen kan det jo ikke være, da verdenshandelen i disse år stiger i rask tempo, hvor der næsten overalt hersker fuld beskæftigelse, og hvor priserne er opadgående.

Der tænkes vel derfor særlig på England og U.S.A. som lande, hvor betalingsbalancehensynet har hæmmet beskæftigelsen og væksten. De to tilfælde er ikke parallelle og må behandles hver for sig.

England har jo kun i ganske korte perioder haft arbejdsløshed af betydning, men det er naturligvis rigtigt, at den arbejdsløshed, der til tider har været, i visse tilfælde delvis har været resultatet af en stram økonomisk politik nødvendiggjort af hensyn til betalingsbalancen. Dette skyldes dog ikke det internationale valutasystem som sådant. Udsvingene på den engelske betalingsbalances løbende poster har i en lang årrække i virkeligheden været moderate — relativt mindre end dem, vi f.eks. har haft her i landet — og ville let have kunnet finansieres uden ekstraordinære forholdsregler. Men England gik ind i efterkrigstiden med stor sterlinggæld til omverdenen over for en meget lille valutareserve, og dette sammenholdt med Londons hele stilling som førende internationalt pengemarked har givet *de korte kapitalbevægelser* særlig betydning for pundets stilling og udsat pundet for stor risiko, når den økonomiske eller politiske udvikling gik England imod. Den indsats, der i de sidste par år er gjort for, at de korte kapitalbevægelser relativt let kan neutraliseres, betyder, at pundet er langt mindre udsat end tidligere. Den engelske regering har da også i det sidste års tid turdet slå ind på en mere dristig vækstpolitik — understøttet af en foreløbig ikke alt for vellykket men heller ikke helt mislykket indkomspolitik. En kraftig engangsstyrkelse af Englands valutareserver, f.eks. ved et stort langfristet lån fra de valutastærke lande, vil være særdeles ønskelig, men dette kræver ikke nogen ændring af valutasystemet.

Dernæst *U.S.A.* 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 tilstrækkeligt ekspansiv finanspolitik, og uden denne har investeringerne ikke fuldt ud kunnet hamle op med opsparingen, selv om U.S.A.

nu har haft 3 års opgangskonjunktur. Opsparingsoverskuddet har så fundet afløb i kapitaleksport af illikvid art, medens omverdenen samtidig har opbygget likvide tilgodehavender i U.S.A. 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. Min konklusion er altså, at man *ikke* kan give manglende international likviditet skylden for en år-rækkes utilfredsstillende vækst i den amerikanske økonomi.

Det må også erindres, at i hvert fald en betydelig del af den amerikanske arbejdsløshed synes at være et strukturfænomen, der har mere at gøre med race- og uddannelsesspørgsmål og den teknologiske udvikling end med den generelle økonomiske politik.

Fremtiden.

Men selv om der altså næppe *for tiden* kan siges at herske mangel på international likviditet, når der anvendes en rimelig definition af dette ikke just entydige begreb, bliver det spørgsmål tilbage, hvorledes man på lidt længere sigt sikrer den fornødne tilvækst.

Det har ikke skortet på gode råd og anvisninger. I de sidste åringer har en sand syndflod af planer vedrørende valutasystemets fremtidige indretning set dagens lys, og her skal ikke gøres forsøg på at gennemgå alle disse planer, som ophavsmændene har givet navn: Triffin, Posthuma, Stamp, Maudling, Bernstein, Rueff og mange andre.

Fælles for dem er, at de som en selvfølge går ud fra, at det både for U.S.A. og Europa er uacceptabelt at forlænge de sidste 15 års udviklingslinie og simpelt hen lade en fortsat stigning i dollartilgodehavender uden særlige garantier give verden det fornødne likviditetstilskud, da dette giver den amerikanske dollar en på én gang for dominerende og for udsat position. Det er formentlig politisk realistisk at bygge på dette udgangspunkt.

Ellers er forslagsstillerne ikke enige om så forfærdelig meget. Man kan dele dem i tre grupper:

1) De ortodokse tilhængere af den klassiske guldfodsmekanisme. De lægger hovedvægten på disciplinsspørgsmålet, frygter for megen international likviditet mere end for lidt, ser inflationstruslerne i Europa som en følge af dollarstrømmen og ser løsningen i en tilbagevenden til et system, hvor i hvert fald alle vigtigere valutaer kan kræves omvekslet med guld af de andre landes myndigheder. De mener, Vesteuropa alt for længe har accepteret

ophobningen af dollars, og at det havde været både i den omgivende verdens og U.S.A.'s egen velforståede interesse, om U.S.A. for længst var blevet tvunget til at have standset sine valutatab. De kan på den anden side ikke komme uden om, at med den inflation, der i mange år har hersket, ville overgangen til en ren guldfod kunne udløse prisfald og konjunkturedgang, hvis den skete til den nuværende guldpris. I hvert fald nogle af dem er derfor villige til at acceptere en væsentlig forhøjelse af guldprisen som udgangspunkt for en ny æra.

Det er naturligvis urealistisk at regne med sejr for de rene guldfodsanskuelser, men den officielle franske tankegang er i betydeligt omfang præget af lignende synspunkter, og de kan derfor ikke negligeres fuldstændigt.

2) I den modsatte ende af spektret har vi de renlivede ekspansionister, som mener, det haster med at få den internationale likviditet forøget, at forøgelsen bør være stor og at yderligere forøgelser bør ske nogenlunde automatisk. Teknikken kan varieres, men de fleste forslag af denne art ønsker Den internationale Valutafond gjort til et egentligt kreditskabende instrument, en slags overcentralbank, om man vil. Den egentlige reservevaluta bliver tilgodehavender hos Valutafonden.

En mere moderat variation af dette tema udgør de forslag, som formelt vil bevare dollaren som reservevaluta, men som vil sikre dens ubegrænsede accepterbarhed som monetær reserve ved at udstyre den med en eller anden form for guldgaranti. Noget sådant har U.S.A. hidtil kategorisk afvist i princippet, men det kan ikke nægtes, at anvendelsen af »swap«-aftaler og »Roosa-bonds« i praksis har flyttet de amerikanske positioner en hel del, og ved også at bruge Valutafonden som mellemed er det nok muligt, at man i realiteten kan nærme sig en vis form for garantier.

Derimod ser det ikke ud til, at de mere radikale udformninger af disse valutaplaner har store chancer for at blive ført ud i livet, i hvert fald i denne omgang. Oprettelsen af en egentlig overnational pengeskabende myndighed er en indskrænkning af de enkelte landes suverænitet på et centralt punkt og forudsætter derfor en langt mere vidtgående politisk integration, end de ledende lande for tiden er villige til at gå med til. Hvad man i det meget lange løb måske når frem til, er så noget andet.

Imidlertid rummer de forskellige planer i denne gruppe mange værdifulde tanker, hvoraf nogle måske lader sig indpasse også i mindre ambitiøse løsninger.

3) Det er sådanne mere beskedne planer, der efter alt at dømme står i centrum i de drøftelser, som står på i Valutafonden og 10-landsgruppen. Intet af disse steder er der nogen panikstemning i retning af, at verdens-

økonomien står i begreb med at bryde sammen af mangel på international likviditet, og der er ingen sympati for en uhæmmet ekspansionisme. Det er klart, at det sidste års konjunkturudvikling påvirker sindene. Omkring årsskiftet 1962/63 var der tendenser til konjunktursvaghed i U.S.A. og andetsteds — i dag er det på ny overalt inflationsfaren, som er rykket i forgrunden.

Fra *amerikansk* side har man ikke lagt skjul på, at man arbejder for en udbygning af de metoder, der i de allerseneste år har givet gode resultater: intimt samarbejde mellem de ledende landes pengepolitiske myndigheder, villighed til omfattende tosidige valutatransaktioner af helst ikke alt for kort varighed, elastisk adgang til udnyttelse af Valutafonden, hvis midler man gerne ser forøget, eventuelt også ved udbygning af den i 1962 etablerede særlige låneordning mellem fonden og de ti lande.

England står vel ikke fremmed over for noget mere vidtrækkende planer i retning af halvautomatisk adgang for debitorlande til at låne i kreditorlandene uden helt så hurtige tilbagebetalingsforpligtelser som de 2 à 3 — allerhøjest 5 — år, der gælder i Valutafonden. De engelske tanker er, som venteligt, ikke alt for konkret udformede, og det vil næppe være vanskeligt at koordinere de engelske og de amerikanske synspunkter.

Det springende punkt er i virkeligheden *fællesmarkedslandenes* stilling. Nogle af disse lande — og da navnlig Frankrig og Holland — sysler med tanken om en mere systematisk kombination af guldfods- og reservevalutasystemet ved en aftale om ensartede guldandele i de vigtigere landes valuta-reserver og i afregningerne mellem disse landes centralbanker. Eventuelt kunne der ligesom i EPU-systemet i sin tid gives de forskellige valutaer en formel ligestilling; meget tyder på, at i hvert fald ikke alle fællesmarkedslandene er enige om et sådant forslag, og at Tyskland endnu ikke har afklaret sin stilling.

Hvordan dette nu end forholder sig, kan man roligt gå ud fra, at fællesmarkedslandene i hvert fald vil være stærkt på vagt over for reformer, der ikke lægger betydelig vægt på disciplinhensynet. Hvis dette respekteres, er de nok forhandlingsvillige med hensyn til teknikken. Men de vil ikke acceptere, at det skal være en slags moralsk pligt for dem at modtage og holde ugaranterede dollars i stadig større omfang uden vished for, at U.S.A., hvis billedet skulle skifte og dollarknapheden på ny blive et problem, på sin side vil påtage sig en tilsvarende forpligtelse. De vil med andre ord ikke anerkende, at den amerikanske dollar bestandigt skal anses som en valuta i en klasse for sig selv. Hvilken formel man end havner i, må der sikkert ydes en vis tribut til dette standpunkt som en politisk kendsgerning.

Nu kan alle disse variationer jo være overordentlig interessante — om der fortsat skal være én dominerende reservevaluta, dollar, med sterling og franske francs som mindre sole inden for deres respektive systemer, eller

der skal være en flerhed af reservevalutaer; om guldets rolle skal være større eller mindre; om Valutafonden skal have en meget fremtrædende eller mere sekundær plads o.s.v. Der er åbenbare politiske interesser forbundet med, om den ene eller den anden løsning vælges, og resultatet vil derfor også for en stor del afhænge af de politiske styrkeforhold.

En del peger i retning af, at resultatet i denne omgang bliver ret beskedent. Måske kan der blive tale om en videre udbygning af de sidste års arrangementer — eventuelt i mere fast form, men også med mere kontrol — og måske er der mulighed for en mærkbar forøgelse af kvoterne i Valutafonden. Der må — man kunne sige selvfølgelig — regnes med en vedtagelse om, at undersøgelser og overvejelser skal fortsættes, så vejen holdes åben for mere radikale ændringer siden hen. I den øjeblikkelige situation må endvidere en effektivisering af de kontinentale kapitalmarkeder, specielt Tysklands, stå højt på prioritetslisten, hvis forbedringen i det nuværende system skal kunne give varig ligevægt.

Alt dette er vigtigt ved udformningen af valutapolitikken, også i de lande, som ikke tilhører den snævre kreds af udslaggivende. Men man må ikke overse det vigtigste: 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 kreditmuligheder — er tilstrækkelig til *for det første* at sikre, at fundamentalt sunde valutaer ikke kan komme i fare som følge af kortfristede kapitalbevægelser af mer 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 økonomisk chokpolitik.

Men der er trods forskelligheder i den vægt, der lægges på betalingsbalancen som disciplinærmiddel over for letsindig økonomisk politik også enighed om, at det *ikke* er opgaven at gøre det muligt for noget land varigt at operere med underskud på sin basisbalance og at finansiere sådanne underskud med stadige indsprøjtninger af såkaldt »international likviditet«. Det vil stadig være det enkelte lands opgave og ansvar at opretholde ligevægt på sin betalingsbalance betragtet over perioder af rimelig længde.

Det er forhåbentlig ikke for optimistisk at tro, at de overvejelser, der nu foregår, vil resultere i en nogenlunde tilfredsstillende løsning set ud fra målsætningen, at midlertidige betalingsbalanceunderskud skal kunne dækkes, og at kortfristede kapitalbevægelser, som kunne true stabiliteten, skal kunne neutraliseres. Men mere skal vi ikke håbe på — og mere er der under de i de industrialiserede lande i disse år herskende forhold heller ikke grund til at ønske.