

SKAL VALUTAKURSERNE VÆRE VARIABLE?

Af THORKIL KRISTENSEN*

I det sidste halvandet år har der været en livlig diskussion om de pengepolitiske problemer stimuleret af en række begivenheder, som har været af ret forstyrrende art. Der var først den engelske devaluering i november 1967, som efterfulgtes af en række devalueringer i andre lande. Så var der spekulatjonen i guld i vinteren 1968, som udløste en beslutning af de ledende centralbanker om, at de ikke længere ville anse sig for forpligtet til at holde den frie guldpris på samme niveau som den officielle guldpris. Siden kom den langvarige strejkebevægelse i Frankrig i maj/juni 1968, hvilket førte til en betydelig kapitalflugt fra Frankrig og bragte franc'en ind i centrum af diskussionen, og endelig var der i november 1968 den livlige spekulation af dem, som ventede enten en opskrivning af mark'en eller en nedskrivning af franc'en eller begge dele, og i alle tre tilfælde blev skuffede.

Alt dette har ført til en diskussion om det, som man undertiden har kaldt »en krise i det internationale pengesystem«. Jeg mener, at denne betegnelse er urigtig af to grunde. Den første er, at vi ikke i øjeblikket har noget egentligt internationalt pengesystem. Vi har nationale pengesystemer i de forskellige lande. De er knyttet sammen gennem mangfoldige transaktioner, handel, transport, kapitalbevægelser o.s.v., og de er knyttet sammen gennem reglerne i den internationale valutafond for de landes vedkommende, som er medlemmer af fonden, og det gælder jo de fleste lande. Alligevel er det sådan, at de to afgørende beslutninger vedrørende et pengesystem i praksis bliver truffet på nationalt niveau, nemlig afgørelse vedrørende den enkelte valutakurs' højde og afgørelse vedrørende likviditeten i det enkelte land. Om der skal være større eller mindre pengeregighed, er jo noget, der afgøres af de nationale autoriteter, og selv om man skal have valutafondens tilladelse til valutakursændringer over en vis størrelse, så er det jo i praksis sådan, at det enkelte land selv bestemmer kursens højde. Der er altså ikke i egentlig forstand et internationalt pengesystem. Der er nationale pengesystemer og visse elementer af en begyndende internationalisering af pengesystemet, men ikke mere.

Og derved kommer jeg til den anden grund til, at udtrykket »krise i det

* Professor, generalsekretær for OECD. Artiklen gengiver et foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 25. februar 1969.

SKAL VALUTAKURSERNE VÆRE VARIABLE?

Af THORKIL KRISTENSEN*

I det sidste halvandet år har der været en livlig diskussion om de pengepolitiske problemer stimuleret af en række begivenheder, som har været af ret forstyrrende art. Der var først den engelske devaluering i november 1967, som efterfulgtes af en række devalueringer i andre lande. Så var der spekulatørens i guld i vinteren 1968, som udløste en beslutning af de ledende centralbanker om, at de ikke længere ville anse sig for forpligtet til at holde den frie guldpris på samme niveau som den officielle guldpris. Siden kom den langvarige strejkebevægelse i Frankrig i maj/juni 1968, hvilket førte til en betydelig kapitalflugt fra Frankrig og bragte franc'en ind i centrum af diskussionen, og endelig var der i november 1968 den livlige spekulation af dem, som ventede enten en opskrivning af mark'en eller en nedskrivning af franc'en eller begge dele, og i alle tre tilfælde blev skuffede.

Alt dette har ført til en diskussion om det, som man undertiden har kaldt »en krise i det internationale pengesystem«. Jeg mener, at denne betegnelse er urigtig af to grunde. Den første er, at vi ikke i øjeblikket har noget egentligt internationalt pengesystem. Vi har nationale pengesystemer i de forskellige lande. De er knyttet sammen gennem mangfoldige transaktioner, handel, transport, kapitalbevægelser o.s.v., og de er knyttet sammen gennem reglerne i den internationale valutafond for de landes vedkommende, som er medlemmer af fonden, og det gælder jo de fleste lande. Alligevel er det sådan, at de to afgørende beslutninger vedrørende et pengesystem i praksis bliver truffet på nationalt niveau, nemlig afgørelse vedrørende den enkelte valutakurs' højde og afgørelse vedrørende likviditeten i det enkelte land. Om der skal være større eller mindre pengeregighed, er jo noget, der afgøres af de nationale autoriteter, og selv om man skal have valutafondens tilladelse til valutakursændringer over en vis størrelse, så er det jo i praksis sådan, at det enkelte land selv bestemmer kursens højde. Der er altså ikke i egentlig forstand et internationalt pengesystem. Der er nationale pengesystemer og visse elementer af en begyndende internationalisering af pengesystemet, men ikke mere.

Og derved kommer jeg til den anden grund til, at udtrykket »krise i det

* Professor, generalsekretær for OECD. Artiklen gengiver et foredrag i Nationaløkonomisk Forening den 25. februar 1969.

internationale pengesystem« er misvisende, nemlig den, at de vanskeligheder, jeg har nævnet, og andre vanskeligheder, som man har oplevet i de senere år, ikke har deres rod i nogen international pengemekanisme, men de har deres rod i forskellige landes nationale økonomier. Når der var spekulation imod det engelske pund, hvilket førte til pundets nedskrivning, så var det naturligvis, fordi der i en række år havde været vanskeligheder med den engelske betalingsbalance. Når der var spekulation i guld, så var det, fordi mange ventede at de vanskeligheder, der havde været med den amerikanske betalingsbalance, kunne foranledige, at den amerikanske regering før eller senere ville forhøje guldprisen. At begivenhederne i Frankrig sidste år var af national art, behøver man jo ikke at understrege.

Det har altid været sådan i afgørende situationer, at de vanskeligheder, man har haft, har haft deres rod i et eller andet lands økonomiske situation, undertiden i flere landes økonomiske situation på samme tid. Noget andet er så, at økonomien i sig selv bliver mere og mere internationaliseret, sådan at de enkelte lande bliver mere og mere afhængige af hverandres situation, og det gør, at når der er vanskeligheder omkring et enkelt lands økonomi, så får det internationale konsekvenser i højere grad, end det gjorde i gamle dage. Handelen er i mange år – den internationale handel – vokset stærkere end produktionen, hvilket betyder, at det for de allerfleste lande er en stigende del af landets produktion, der eksporteres, og en stigende del af landets forbrug og investering, der stammer fra importerede varer og tjenesteydelser. Dertil kommer, at transportvæsenet mere og mere bliver internationaliseret, turistvæsenet bliver internationaliseret, og til alt dette kommer internationale kapitalbevægelser af et helt andet omfang end i tidligere tid. Derfor får en uligevægt i et enkelt lands økonomi indvirkninger på andre lande og derigennem på større dele af verdensøkonomien, meget mere end det skete i gamle dage. I den forstand er vi på vej imod en internationalisering.

Det er altså ikke pengesystemet som sådant, der er internationalt. Når det er tilfældet, så kan jeg i hvert fald ikke se, hvordan en eller anden reform af det såkaldte »internationale pengesystem« kunne spare os for de vanskeligheder, vi har oplevet. For at sige det mere præcist: Jeg kan ikke se, hvordan en international pengereform kan befri de enkelte landes regeringer og parlamenter for det ansvar, de hver for sig har for at »holde deres hus i orden«. Og det gælder både de lande, der har underskud på betalingsbalancen, og de lande, der har overskud. Forskellen mellem de to er jo den, at de, der har underskud, direkte selv føler de vanskeligheder, som deres underskud fremkalder. Det samme gælder ikke i samme grad for de lande, der har overskud, og derfor er det en stor del af det internationale samarbejde på dette område at overbevise overskudslandene om, at deres problem er lige så vigtigt som underskudslandenes.

Den store gensidige afhængighed, som den nyeste udvikling har ført os ind i, og som ser ud til at ville blive yderligere forøget i de kommende årtier, har bevirket, at hvis man skal undgå alvorlige vanskeligheder, så skal de enkelte lande i nogen grad følges ad med hensyn til konkurrencedygtighed og med hensyn til efterspørgselspres. Hvis et land sakker bagud i forhold til de andre i konkurrencedygtighed, så kommer det i valutavanskeligheder. Hvis et land løber stærkt foran de andre i konkurrencedygtighed, så vil det få et overskud på sin betalingsbalance, som kan blive besværligt for andre lande og i det lange løb for landet selv, fordi det kan blive en inflationskilde. Hvis et land har et betydeligt højere efterspørgselspres end de andre lande, så vil det komme i valutavanskeligheder, fordi dets import bliver for stor, dets eksport for lille. Omvendt naturligvis hvis et land har et meget lavt efterspørgselspres i forhold til andre lande, så vil dets import gå ned, og der vil være tendens til stigende eksport, fordi der er ledig kapacitet, der kun på den måde kan blive udnyttet. Det virker i retning af overskud på betalingsbalancen.

Det gælder altså om, at landene med hensyn til konkurrencedygtighed og med hensyn til niveauet af deres efterspørgselspres følges ad, mere end det var nødvendigt, dengang de internationale transaktioner spillede en mindre rolle, og det er vel derfor, vi har set forholdsvis mange tilfælde i de senere år, hvor der har været vanskeligheder med en eller anden valuta.

Det understreger, at dette er den væsentligste faktor bagved de vanskeligheder, vi har set, fordi det igen understreger, at det er de enkelte landes økonomier, det gælder om, eller mere præcist: Det er forholdene mellem de forskellige landes økonomier der er afgørende. Der kan ikke være tale om, at nogen generel reform af den internationale betalingsmekanisme kan frelse os fra disse vanskeligheder.

Nu må det erkendes, at det er ikke helt let at sørge for, at landene bevæger sig nogenlunde parallelt med hensyn til konkurrencedygtighed og med hensyn til efterspørgselspres. Det er det ikke, bl.a. fordi de økonomiske vækstbetingelser ikke er de samme i alle lande. Erfaringen synes at vise, at den hurtigste økonomiske vækst finder sted i de lande, der er – om jeg så må sige – midtvejs. De lande, som er midt i den proces, som vi kalder »økonomisk udvikling«, og hvor derfor arbejdskraft og andre ressourcer i hurtigt tempo bevæger sig fra landbrug og fra primitive tjenesteerhverv over i moderne industri og andre moderne erhverv. Det klassiske eksempel i øjeblikket er Japan, som har en årlig reel vækstrate på ca. 10 %, medens derimod Englands naturlige vækstrate er omkring ved 3 %. Og går vi til den anden yderlighed, nemlig de egentlige udviklingslande i Afrika og Syd-asien, hvor niveauet er lavest, så har vi også der en lavere vækstrate. Det synes altså, at den naturlige vækstrate er forholdsvis langsom i de første stadier, så tager den fart, og siden bliver den igen langsommere. Vandrigen

fra landbrug til andre erhverv er jo praktisk taget holdt op i England, hvor landbrugsbefolkningen nu er mellem 3 og 4 % af den samlede befolkning, og det er selvfølgelig ikke let for to lande som England og Japan at bevæge sig parallelt med hensyn til konkurrencedygtighed og efterspørgselspres, når det ene land har en naturlig vækstrate i nærheden af 10 % og det andet i nærheden af 3 %. Jeg siger ikke, at det er umuligt, for det kan naturligvis tillades, at efterspørgslen stiger i et meget hurtigere tempo i det ene land end i det andet, men man må altså akceptere, at for at landene kan bevæge sig nogenlunde i takt på de internationalt set afgørende områder, så skal de bevæge sig ude af takt med hensyn til økonomisk vækst, hvilket ikke altid er let at få akcepteret politisk.

Imidlertid, de vanskeligheder, vi har set, har udløst en international diskussion, og mange har ment, at man kunne skyde genvej ved at reformere det internationale pengesystem på en eller anden måde, og et af de forslag, der er stillet, er at i stedet for at have faste valutakurser, som kun ændres engang imellem, når der er betydelige vanskeligheder, så skulle man have variable valutakurser. Forslaget kan stilles mere eller mindre radikalt. Det mest radikale er naturligvis, at valutakurserne simpelt hen skal være variable, og der ikke skal være nogen paritet, men valutakursen skal til enhver tid være en markedspris, der bliver, hvor markedets kræfter nu måtte føre den hen. Der er visse mellemformer. Reglen er jo nu den, hvis man er medlem af den internationale valutafond, at man har en parikurs, men at den praktiske kurs fra dag til dag kan svinge inden for to ydergrænser, der er 1 % under og 1 % over parikursen. Et af de forslag, der er stillet, er, at man skal have et bredere bælte. Det kunne f.eks. være 5 % til hver side, så var der et vist spillerum for svingninger, og dog alligevel en vis begrænsning.

Et tredje forslag er det, man på engelsk kalder »crawling peg«. Det er vanskeligt at oversætte, men det betyder sådan noget som: Noget, der er fastnaglet, men naglet til noget, som i sig selv kryber. Og det vil sige, at man til enhver tid har en pari kurs, men at denne kurs kan ændres f.eks. hvert halve år eller noget lignende, og kun kan ændres lidt hver gang. Hvis man så kommer nær til undergrænsen i det spillerum, der findes, ja så kan kursen sættes lidt ned efter det første halve år, og det samme kan gentage sig nogle gange.

Det er de tre hovedvariteter. Jeg vil føre diskussionen på grundlag af det første forslag, den egentlige variable valutakurs, fordi jeg synes, det giver den klareste problemstilling. Argumentet for variable valutakurser er jo, at man undgår kriser derved, at kursen finder, hvad man undertiden kalder »sit naturlige leje«. Finder et ligevægtsniveau, sådan at der i det store og hele altid vil være ligevægt på betalingsbalancen, eller noget der er nær ved ligevægt. Argumentet er jo dette, at hvis f.eks. en valuta er, hvad

man kalder »overvurderet«, sådan at der bliver underskud på valutabalancen, så vil vedkommende kurs falde, vedkommende valutas markedsværdi vil falde. Derved får landet en stærkere konkurrencestilling, dets eksport vil stige, dets import vil gå ned, og det vil så også have lettere ved at tiltrække kapital, idet tilliden til landets økonomi skulle forøges. Det er stort set argumentet, at man altså til enhver tid skulle se valutakurserne bevæge sig henimod noget, som man kan kalde et ligevægtsniveau, og så skulle man undgå, at der kom de kriser, vi har oplevet.

Systemet har jo aldrig for alvor været prøvet. Der var en tid efter den første verdenskrig, hvor temmelig mange valutaer svævede mere eller mindre frit omkring, men det var jo samtidig en periode, hvor den internationale økonomi var mindre udviklet end nu, og hvor der var reguleringer på forskellig vis. I øvrigt opgav man jo systemet efter nogle års forløb, da man var i stand til at have en mere normal økonomi. Siden er der gjort et isoleret forsøg, idet Canada i nogle år havde en frit varierende dollarkurs, navnlig for at reducere sin afhængighed af den amerikanske økonomi, men også det blev opgivet efter nogle års forløb.

Vi har derfor ingen virkelig erfaring for, hvordan et system med variable valutakurser ville virke i den verdensøkonomi, vi har i dag. Vi kan kun anstille visse tankeeksperimenter. Jeg skal prøve at anstille visse betragtninger derover:

Første spørgsmål, jeg vil rejse, er dette: Er der et egentligt valuta-ligevægtspunkt? Hvis en kurs er et eller andet sted, kan man så sige, at den er enten over eller under det naturlige leje, det leje hvor der stort set ville være ligevægt på betalingsbalancen?

Jeg tror, man kan sige, at der ikke i de fleste tilfælde er en entydigt bestemt ligevægtskurs. Hvis vi ser på Tysklands økonomi i øjeblikket, så tror jeg, man kan tænke sig to situationer, der er temmelig forskellige, men som i begge tilfælde kan give den samme grad eller stort set den samme grad af ligevægt i landets økonomi. Man kan tænke sig, at landet har en sådan valutakurs, at der bliver et stort løbende overskud på betalingsbalancen, sådan som der har været i de sidste år, og at der så samtidig er en stor kapitaleksport fra Tyskland, sådan at den samlede valuta-balance stort set bliver i ligevægt. Eller man kan tænke sig en anden valutakurs, der er højere, sådan at det løbende overskud bliver væsentligt mindre, men sådan at Tyskland så også samtidig bliver kapitaleksportør i langt mindre grad. Jeg tror, det er svært at sige, hvilken af disse to situationer, der vil være mest ligevægt i. Spørgsmålet vil i virkeligheden være dette: Er det rigtigt, at Tyskland er kapitaleksportør i stort omfang, eller er det rigtigt, at Tyskland er kapitaleksportør i mindre omfang? Så kommer det penible spørgsmål: Hvad mener man med, at det er rigtigt? Er det i Tysklands interesse, er det i verdensøkonomiens interesse, er det de to in-

teresser på kort sigt eller på længere sigt? Jeg tror ikke, der kan gives noget entydigt svar!

Tag et andet eksempel: Hvis krigen i Vietnam hører op i løbet af 1969, så vil det kunne få en meget betydelig indflydelse på USAs betalingsbalance, og det betyder, at hvis man ville definere et ligevægtsniveau for dollars, så ville vurderingen falde forskelligt ud, eftersom man regner med, at krigen i Vietnam står foran sit ophør, eller den vil vare længe endnu.

Et tredje eksempel er, at hvis den amerikanske hjælp til andre lande bliver ved at vokse, som den gjorde nogle år, ja så har man brug for et større løbende overskud, end hvis den går ned, som det ser ud til i øjeblikket.

Med andre ord: Jeg tror ikke, det er muligt at opstille nogen fornuftig definition af et ligevægtsniveau for en bestemt valutakurs, fordi det afhænger af landets økonomi, dets politik på en række områder, hvilken kurs det vil være lettest at opretholde.

Man kan måske med visse forbehold sige, at selv om man ikke kan tale om en bestemt kurs, der ville være ligevægtskursen, så kunne man måske tale om en slags ligevægtsområde. Lad os tænke os, at en eller anden kurs i dag står i 100, så kunne man måske mene, at ligevægtsområdet lå imellem 90 og 80. Det er ikke noget særligt klart udtryk. Det ville betyde, at hvis kursen havde ligget ikke på 100, men et sted mellem 90 og 80, så havde det været forholdsvis let at holde landets økonomi i orden, hvilket derimod er vanskeligt, når kursen er 100.

Det var det første spørgsmål. Jeg mener altså ikke, at man kan sige, at der er et entydigt bestemt ligevægtsniveau, og det svækker jo argumentet for variable valutakurser meget stærkt, idet hovedargumentet var, at kursen af sig selv skulle bevæge sig hen imod et ligevægtsniveau. Hvis man ikke kan tale om et sådant niveau, hvad ville det så egentlig sige? Hvis man kan tale om et vist ligevægtsområde, det kan man nok med nogen modifikation i mange tilfælde, så ville det jo betyde, at der ville være en naturlig tilbøjelighed for en valutakurs, hvis den var fri, til at bevæge sig hen imod dette ligevægtsområde, og spørgsmålet er så: Ville den så falde til ro et eller andet sted inden for ligevægtsområdet?

Men her kommer vi til det andet problem, som variable kurser ville rejse, nemlig det, som består i, at hvis den faktiske kurs ændrer sig, så ændrer ligevægtsområdet sig også. Det er ganske klart, at hvis en valuta falder i kurs, så vil det sige, at set med vedkommende lands øjne, bliver de fremmede valutakurser højere, så bliver eksport- og importpriser højere, og navnlig hvis man har pristalsregulerede lønninger og andre prisregulerede økonomiske faktorer, så vil det hurtigt smitte af på landets almindelige prisniveau. Hvor hurtigt det smitter af, afhænger af mange faktorer. Det smitter selvfølgelig hurtigere af i et lille land, hvor udenrigshandelen betyder meget end i et stort land, hvor den betyder mindre.

Men i hvert tilfælde, selve dette at valutakursen ændrer sig, vil betyde, at prisniveauet også ændrer sig, og dermed vil jo det ligevægtsområde, som man kunne tale om, også ændre sig. Hvis man ser, at en valuta er overvurderet, så vil det jo sige, at prisniveauet i landet stort set er for højt til den pågældende valutakurs. Hvis så valutakursen falder, ja så stiger det pågældende prisniveau yderligere, og det vil sige, at så har man den situation, at den ene faktor jager den anden foran sig. Spørgsmålet er så, om denne jagt efterhånden vil ende med, at de nogenlunde kommer til at falde sammen. Det afhænger i virkeligheden af, hvor hurtigt den prisforandring, som valutakursændringen i sig selv udløser, hvor hurtigt den vil smitte af på hele landets økonomi, og der kan ikke gives noget generelt svar på det.

Jeg vender tilbage til tilfældet med en faktisk kurs på 100 og ligevægtsområdet mellem 80 og 90. Så kunne man tænke sig, at hvis kursen nu falder til 90, så vil ligevægtsområdet være forskubbet ned til mellem 85 og 75. Så er man – om ikke lige vidt – så dog et stykke fra målet. Spørgsmålet er, vil de to efterhånden finde hinanden? Det mener jeg ikke, man kan være sikker på, og der er to meget væsentlige grunde til det.

Den ene er, at når der kommer uro i valutabevægelserne, så vil der være en mængde mennesker, der spørger sig selv: Hvor vil dette ende? Så kommer det, man ofte med et nedsættende ord kalder »spekulation«, som jo for en stor del er fuldkommen legitime dispositioner fra folk og fra firmaer, som vil løbe en risiko, hvis tingene bevæger sig imod deres interesser, og derfor er nødt til at dække sig ind. De vil handle ud fra de forventninger, de har, og så kan det meget let tænkes, at man – om jeg så må sige – skyder over målet. At valutakursen fra sin oprindelige højde 100 ryger ned under midten af det, som oprindelig var ligevægtsniveauet.

Jeg gad vide, hvad der var sket, hvis den franske valutakurs havde været fri i maj/juni i fjor. Den kunne meget let være røget ned i et niveau, som var så lavt, at det ville skabe nye forstyrrelser. Det havde voldt meget stor bekymring, at der kom meget store lønforhøjelser efter den krise, der var i maj og juni, men hvis den franske valutakurs havde fået lov at falde meget stærkt med det resultat, at det franske prisniveau var steget betydeligt stærkere, end det nu er steget, så ville det selvfølgelig have udløst nye krav om lønforhøjelser, og så ville man have sat en ny inflationsbevægelse i gang.

Og det rejser det andet synspunkt, som jeg vil fremhæve, og som skaber en usikkerhed over, hvorvidt man overhovedet kunne finde frem til ligevægt, nemlig dette, at de bremser, man har, på inflationsbevægelser eller for den sags skyld også på det modsatte i selve de faste valutakurser, de bremser ville jo forsvinde, hvis valutakurserne var variable. Hvis valutakurserne er faste eller nogenlunde faste, så er der en straf på at have mere inflation end andre lande, fordi så taber man i konkurrencedygtighed. Det gør man jo ikke, hvis valutakursen straks regulerer sig, sådan at har man haft mere

inflation end andre lande, så falder ens valuta i kurs i forhold til andre lande, og så er man lige så konkurrencedygtig som før, og så kan for så vidt uden bremses processen gå videre. Det vil med andre ord sige, at den halvautomatiske bremse, som valutakursernes fasthed er, den vil forsvinde, hvis valutakurserne bliver variable, og det er efter min mening et hovedargument imod de variable valutakurser.

Jeg har ført dette ræsonnement, som De vil have bemærket, ud fra det synspunkt, at det var en enkelt valuta, som var variabel. Jeg talte om, at dens kurs ændrede sig i forhold til andre valutaer, hvori jo mere eller mindre ligger en forudsætning om, at de andre valutaer er noget, der ligger fast. Hvis det derimod er sådan, at valutakurserne i al almindelighed er variable, så er det jo ikke sådan, at man kan tale om, at man forandrer sit eget niveau i forhold til den almindelige vandstand. Så er der ikke noget, der hedder den almindelige vandstand, idet så kan man tænke sig, at en hel række kurser på samme tid bevæger sig op og ned på grund af en række faktorer i mange forskellige lande, som ingen kan have overblikket over. Det ville blandt andet betyde, at det, som ville være ligevægtsniveauet for f.eks. den danske valuta eller ligevægtsområdet, det ville ikke blot bero på, hvordan Danmarks økonomi udviklede sig, men det ville bero på, hvordan en række andre landes økonomi udviklede sig, og begivenheder i forskellige andre lande kunne flytte det ligevægtsområde, som man med nogen vanskelighed kunne definere for Danmarks vedkommende.

Jeg mener, at disse argumenter er nok til at gøre det klart, at langt fra at det er en garanti for, at vi ville få en harmonisk udvikling, så ville variable valutakurser i den verdensøkonomi, vi kender i dag, med stærk international afhængighed føre til stadig uro uden nogen som helst sikkerhed eller endog sandsynlighed for, at man ville falde til ro i en eller anden ligevægtssituation.

Dermed kunne man for så vidt mene, at man havde behandlet spørgsmålet. Alligevel har jeg fundet, at diskussionen om variable valutakurser har fænget så meget, at der må være noget i selve ideen, som har en vis generel tiltrækning, og det synes, at der er visse mennesker, der har den opfattelse, at der er noget – om jeg så må sige – *naturligt* ved valutakurser, der ikke er lagt fast, men får lov, som det hedder, at finde deres naturlige leje. Bortset fra at jeg altså mener, at man i virkeligheden ikke kan definere dette naturlige leje på en tilfredsstillende måde, så rejser det sig naturligvis som et mere generelt spørgsmål: Er der noget mere naturligt i en eller anden forstand ved variable end ved faste valutakurser?

Der er en vis tilbøjelighed til i den økonomiske debat at bruge ordet »naturligt« om det, man synes om, og ordet »kunstigt« om det, man ikke synes om, og der kan jo ikke gives nogen klar definition af, hvad der er

naturligt. Jeg vil alligevel gerne prøve at stille denne debat om faste kontra variable kurser ind i en noget bredere ramme ved at se på valutakurserne som led i det økonomiske system i al almindelighed, og derefter gøre nogle afsluttende bemærkninger om pengevæsenet som sådant og faste eller variable kursers rolle i selve pengesystemet.

Lad os for øjeblikket glemme pengesystemet og simpelt hen slå fast, at en valutakurs er en pris som så mange andre priser. Der er i hovedsagen to slags priser. Der er hvad man kunne kalde »flydende priser«, og der er »fastsatte priser«. Vi får flydende priser på de markeder, hvor der er mange købere og mange sælgere, og hvor ingen af dem er store nok til at øve nogen afgørende indflydelse, og hvor der heller ikke ude fra er nogen faktor, der griber afgørende ind. I så fald vil de daglige priser flyde op og ned efter markedets faktorerers bevægelser. Vi kan tænke os f.eks. obligationsmarkedet, som er noget af det, der kommer nærmest til et marked med flydende priser, selv om der kan være faktorer ude fra, der griber ind, f.eks. når centralbanken øver kurspleje. Det er et af de markeder, som kommer nærmest. Man kunne i gamle dage regne med, at de fleste landbrugsmarkeder kom begrebet »flydende priser« forholdsvis nær. Nu er der jo også der reguleringer af mange slags.

Fastsatte priser er derimod sådan noget som f.eks. Statsbanernes billetpriser, men også de priser, som større virksomheder sætter på industriprodukter, er jo i princippet fastsatte priser. Her er der en, som bestemmer, hvad prisen skal være, og vedkommende holder den på samme niveau, indtil det findes, at de afgørende faktorer har ændret sig så meget, at det er betimeligt at forhøje eller nedsætte prisen, og så vil man normalt foretage et forholdsvis betydeligt spring op eller ned.

Det er de to almindelige systemer for prisfastsættelse. Der er selvfølgelig blandinger af dem. Man kan f.eks. have markedspriser, hvor der er garanteret en vis minimumpris. Det har været tilfældet for landbrugsvarer i mange tilfælde. Det betyder så naturligvis, at hvis prisen kommer ned på eller under minimumprisen, så er der en offentlig autoritet, som har pligt til at støtte markedet ved opkøb. Der kan omvendt være sat en maksimumpris af en monopolmyndighed eller lignende. Der kan være fastsat både en maksimum- og en minimumpris, det gælder f.eks. den internationale hvedeaftale, og det betyder jo så, at hvis prisen når maksimum eller minimum, så indtræder der visse forpligtelser for de lande, der er medlemmer af hvedeaftalen.

Det faktiske kurssystem, vi har for valutaer, er jo af denne sidste type. I det daglige er det flydende priser, der er mange købere, der er mange sælgere, og så kan det jo ikke undgås, at der kommer variationer fra dag til dag, men når man har disse ydergrænser, der gælder under valutafondens regler, så betyder det jo, at også her er der en offentlig autoritet, normalt

landets centralbank, som har forpligtelser til at holde kurssvingningerne inden for de to ydergrænser.

Man kan også have en anden form for blanding, nemlig sådan at markedet er delt op, sådan at der er fastsatte priser i en del af markedet og flydende priser i en anden del. Det er f.eks. i øjeblikket tilfældet med guldprisen, hvor jo den monetære guldpris ligger fast, nemlig 35 dollars pr. ounce guld, medens derimod for de såkaldte frie guldmarkeder priserne er flydende, idet de lændende centralbanker ikke længere føler sig forpligtet til at garantere, at de frie guldpriser er på niveau med den officielle monetære guldpris. Enkelte lande har mere end én valutakurs. De har en fast valutakurs, og så har de en særlig valutakurs, der kan være flydende for visse dele af valutamarkedet, turistvaluta eller noget andet.

Vi har altså forskellige blandinger af de to systemer. Alligevel er det klart, at det er de to principielt forskellige måder, priser kan blive til på, og hvis man spørger om, hvad retning det går i i den moderne økonomi, så er svaret jo meget klart, nemlig at det går i retning af fastsatte priser. På flere og flere markeder bliver det sådan, at enten sælgeren fastsætter prisen, hvis han er stor nok til det, eller hvis sælgeren er en sammenslutning af producenter eller lignende, eller at køberen fastsætter prisen, som det f.eks. er tilfældet med indlånsrenten i banker og sparekasser, hvor det jo er pengeinstituttet, der er køberen, og fastsætter prisen, eller prisen kan være fastsat ved overenskomst mellem køber og sælger, som det gælder for arbejds løn i de fleste moderne lande, eller som det gælder i forskellige internationale aftaler om råstoffer og lignende. Men det går tydeligt i retning af mere og mere fastsatte priser, og det er jo en naturlig konsekvens af, at det i moderne økonomi går i retning af større og større enheder hos dem, der træffer beslutninger. Virksomhederne bliver større, virksomhederne har forståelser eller aftaler med hverandre, arbejdsmarkedet bliver til større enheder, organisationer på begge sider som træffer aftaler, landbrugsmarkederne bliver også større enheder, ikke blot ved at de enkelte landbrugsbedrifter bliver større, men også – og mere afgørende – ved at der i flere og flere lande er et eller andet landsomfattende system for markedsregulering.

Og det er jo derfor, hvis man overhovedet skal tale om, hvad der er naturligt, rimeligt at sige, at i den moderne økonomi, hvor alt går i retning af mere organisation og større aktører på den økonomiske scene, der er det naturligt, at det går i retning af mere fastsatte priser. Hvis man skulle have en analogi, så ville det derfor også være rimeligt i nutiden, at det gik i retning af mere fastsatte valutakurser, og det ville derfor være et skridt tilbage, hvis man nu indførte variable valutakurser.

Så meget hvis man ser på situationen set fra det økonomiske system som helhed, og jeg tror, man skal tillægge denne betragtning en vis betydning,

for valutakursen er jo en pris som så mange andre priser. Den har den samme virkning som andre priser, at den påvirker de faktorer, der spiller på markedet, ligesom den naturligvis selv påvirkes af dem. Der må man jo selvfølgelig ikke glemme, at også fastsatte priser naturligvis er påvirket af de faktorer, som påvirker henholdsvis efterspørgsel og udbud. Selv om en pris er fastsat, betyder det jo ikke, at den er fastsat vilkårligt. De, der fastsætter en pris, må jo naturligvis tage hensyn til en række faktorer, som gør sig gældende i det område, de er interesseret i. Det er altså ikke sådan, at flydende priser simpelt hen er et resultat af markedets faktorer, medens markedets faktorer ingen rolle spiller for de fastsatte priser. Det er naturligvis ikke tilfældet, men blot dette at faktorerne virker på en noget anden måde, når aktørerne er større, og når derfor den enkelte aktør, hvadenten det er en køber eller en sælger eller en udenforstående autoritet, har større indflydelse.

Lad os fra det økonomiske system i almindelighed vende os til pengevæsenet som sådant:

Jeg har tidligere sagt, at vi ikke har noget egentligt internationalt pengesystem. Vi har nationale pengesystemer, men vi har naturligvis visse elementer af en international pengemekanisme. Vi har først og fremmest den internationale valutafond – som de fleste lande er medlemmer af – som har visse funktioner, idet den ligesom centralbankerne kan træde til, når der er en mangel på ligevægt. Så kan man trække andre landes valuta, og der er altså visse elementer af noget internationalt.

Hvordan ville det være hvis vi bevægede os hen imod et egentligt internationalt valutasytem? Det er måske vanskeligt at tænke sig dette i en verden, der består af over hundrede officielt suveræne stater, selv om suveræniteten naturligvis efterhånden bliver modificeret ved den stigende internationale afhængighed. Hvis man havde et egentligt internationalt valuta-system, så ville det betyde to ting: Det ville betyde for det første, at man enten havde en verdensvaluta eller i hvert fald et system af valutaer, der kunne fungere omtrent gnidningsløst, som om det var et system, og det ville betyde for det andet, at de afgørende beslutninger i langt højere grad, end det nu er tilfældet, blev truffet på internationalt og ikke på nationalt niveau. Man ville have et internationalt pengesystem i egentlig forstand, hvis der kun var én valuta i verden og en international autoritet, som traf de afgørende beslutninger. Man ville komme temmelig nær til det, hvis de forskellige valutaer i verden var knyttet sammen gennem faste valutakurser, som det var sværere at ændre, end det er nu, og hvis de afgørende beslutninger på pengevæsenets område i højere grad, end det nu er tilfældet, blev taget på internationalt niveau f.eks. gennem den internationale valutafond. Hvis vi får gennemført de specielle trækingsrettigheder, som nu er vedtaget i den internationale valutafond, så vil vi være kommet et skridt længere

i retning af et internationalt valutasystem, fordi så ville det betyde, at man i højere grad kan støtte sig til den internationale valutafond, og på den anden side også i højere grad forpligter sig over for den internationale valutafond, nemlig til at stille sine egne valutaer til rådighed over for andre lande, når fondens ledelse finder, at dette er rigtigt.

Der kan altså efter min mening ikke være tvivl om, at hvis vi skal bevæge os i retning af et internationalt pengesystem, så vil også dette betyde, at vi snarere skal gå i retning af mere faste valutakurser, end vi har i dag.

Så rejser sig naturligvis det spørgsmål: Hvad sker der så, hvis der er vanskeligheder i et eller andet land? Så har vi naturligvis den samme situation, som vi har i dag, og så er der to muligheder. Så kan man gøre, som man gør ved andre faste priser – fastsatte priser – at man kommer til det resultat, at nu er tiden inde til at ændre dem. De store automobilfirmaer kommer på et eller andet tidspunkt til det resultat, at nu skal de forhøje deres priser, eller nu skal de nedsætte deres priser. Det samme gælder Statsbanerne, det samme gælder andre store virksomheder, og det samme kan naturligvis gælde for de fastsatte priser, som hedder valutakurser.

Så kan der naturligvis ske i nogen grad det samme, som når en variabel kurs forandres. Jeg nævnte før, at hvis en variabel kurs falder, f.eks. fordi det ligevægtsområde, som man med nogen vanskelighed kan definere, ligger lavere end den aktuelle kurs, så vil dette sætte en prisbevægelse i gang, som forskubber ligevægtsområdet i samme retning.

Der sker naturligvis noget af det samme, hvis man ændrer valutakursen ved en beslutning. Hvis man sænker sin valutakurs, fordi ens prisniveau er for højt, så vil selve valutakurssænkningen naturligvis virke i retning af yderligere at forøge dette prisniveau. Det er for så vidt det samme, som sker, når kursen falder af sig selv. Der er blot den forskel, at når man træffer en bestemt beslutning efter nøje overvejelse, så kan man samtidig træffe andre foranstaltninger, som kan modificere de virkninger, valutakursændringen medfører, og det er jo blevet praksis, at når et land beslutter at ændre sin valutakurs, så træffer man samtidig en række foranstaltninger, der skal formindske den fare, der kan være for, at en devaluering f.eks. spiser sig selv op i løbet af nogen tid ved, at den ret hurtigt udløser pris- og lønstigning. Det er klart, at man kan meget bedre værge sig imod disse indirekte konsekvenser, når valutakursændring foretages ved moden beslutning, efter at man har overvejet alle konsekvenser af at blive, hvor man er, eller af at forandre situationen.

Så er der naturligvis en anden mulighed, nemlig at man – selv om situationen er ude af balance – kan prøve at få den i balance ved andre midler end kursændring. Det er f.eks. det, Tyskland gør i øjeblikket. I stedet for at opskrive mark'en, har man lagt en vis afgift på eksporten. Man har nedsat skatter for import, altså en slags beskatning af eksport og præmie-

ring af import. Noget i samme retning er foregået med modsat fortegn i England, hvor man indførte depositum for import. På samme måde kan man i forskellige andre lande for at undgå en valutakursændring træffe en række foranstaltninger, der kan påvirke betalingsbalancen i samme retning, som en kursændring ville påvirke den. Undertiden betyder dette et direkte indgreb i handelen, eller i kapitalbevægelserne eller lignende. Man må jo ikke glemme, at det ville en kursændring også gøre. Det ser en lille smule mere odiøst ud, hvis man lægger – f.eks. som England gjorde for få år siden – en direkte afgift på importen, end hvis man ændrer valutakursen, men hvis formålet er at formindske den engelske import, så kan det jo ikke undgås, at det må formindske andre landes eksport, og man kan for så vidt lige så lidt beklage sig over den ene form som over den anden. For de andre foranstaltninger har jo den fordel, at de kan ophæves igen, når situationen er blevet bedre. Derimod er det i praksis næsten umuligt at gøre en valutakursændring om. Jeg tror ikke, at det nogensinde er forsøgt at sige, at nu ændrer vi valutakursen 10 % op eller ned, men det skal kun gælde for et år eller to. Enhver kan jo se, hvilke spekulationer det ville sætte i gang. Man har noget mere herredømme over tingene, når man bruger forskellige andre instrumenter end en valutakursændring.

Der er en ting her, der er meget afgørende, nemlig at hvis man vil bruge andre instrumenter end valutakursændringer til at holde landenes økonomi i balance, så er det meget, meget vigtigt, at det bliver gjort i god tid.

Der er næppe tvivl om, at hvis de foranstaltninger, som sidste år blev gennemført af f.eks. USA i form af den store skatteforhøjelse og visse reduktioner i statsudgifterne, af England og af Tyskland, hvis de var blevet gennemført et år tidligere, så ville året 1968 valutamæssigt have været betydeligt lettere, end det var. Men enhver, der har beskæftiget sig med politik ved jo, at man kan få et parlament til at gøre vidunderlige ting, når der er en fornemmelse af, at det haster. Så længe denne fornemmelse ikke er stærk, er det vældig svært.

Det er derfor en af den internationale koordinerings opgaver at få problemerne rejst i tide, sådan at regeringerne kan komme hjem og sige: Vi er under et vist internationalt pres. Man føler, at tiden er nu. Hvis vi venter længere, vil vanskelighederne blive større.

Jeg har understreget disse ting, fordi de efter min mening også er med til at understrege, at det ville være et meget farligt tilbageskridt, hvis man opgav det stabiliseringsmoment, som de i princippet faste valutakurser indebærer. At man kan blive nødt til engang imellem at gøre et skridt til siden eller et skridt tilbage, det er noget, som man må affinde sig med i en ufuldkommen verden. Dette skridt kan engang imellem være valutakursændring, eller det kan være andre foranstaltninger, som også er ubehagelige, som har uønskede virkninger, men en foranstaltning, der har uønskede

virksomheder, er jo rigtig, når man derved kan forhindre noget andet, som er værre.

Jeg tror, der er særlig grund til at understrege dette i den verden, vi lever i i dag, idet det jo har været karakteristisk for efterkrigstidens økonomi, som i så mange måder har været langt bedre, end det vi kendte før krigen, at der samtidig har været et vist inflationsklima.

Når vi i det store og hele har kunnet opretholde en høj beskæftigelsesgrad og en stabil og forholdsvis hurtig økonomisk vækst, så har en af de priser, vi har måttet betale derfor, jo været dette, at efterspørgselspresset hele tiden i de fleste lande har været stort, at der har været en vis inflation.

Der er næppe tvivl om, at hvis man opgav den bremse, som de faste valutakurser er, og dermed for en stor del ophævede straf for at have mere inflation end andre lande, at så vil inflationsfaren blive meget alvorligt forøget.

Jeg mener, at disse betragtninger vedrørende pengesystemet understreger, hvad jeg i øvrigt har sagt om de variable valutakurser både som pengemæssigt instrument og som en pris. Må jeg til slut sige et par ord om *guldprisen*, som også er en slags valutakurs, nemlig prisforholdet mellem guld og andre internationale betalingsmidler. Alle de argumenter, jeg har anført for faste valutakurser, er lige så mange argumenter for en fast guldpris. Og der er en ting, der har slået mig, nemlig at visse folk, som har argumenteret for f.eks. en fordobling af guldprisen, samtidig hører til dem, der har talt stærkest for, at man skulle kæmpe imod inflation. Hvis man fordoblede guldprisen, så ville man fordoble pengeværdien af alle centralbankers guldbeholdning, og det ville på en gang skabe en forøget international likviditet på ca. 40 milliarder dollars.

Man har diskuteret vidt og bredt, om man kan tillade sig den luksus ved de specielle trækningsrettigheder at skabe en årlig forøgelse af den internationale likviditet på 1-2 milliarder dollars. Det var den diskussion, der førtes, før man vedtog det. Nu har jeg hørt, man taler om 3-4. Hvis man fordobler guldprisen, så skaber man 40 milliarder dollars på engang, og så letter man naturligvis situationen for en hel del af de lande, som nu har vanskeligheder, idet de så pludselig får en stor del af deres valutabeholdning fordoblet. Så kan man naturligvis sige: Jamen, vi kan jo forhøje guldprisen med et meget mindre beløb. Det er jo rigtigt. Så skaber man ikke så stor valutaforøgelse på en gang, men så skaber man jo til gengæld et forøget uromoment og en forøget invitation til spekulation.

Den eneste fordel ved en meget stor forhøjelse af guldprisen ville være den, at hvis den var drastisk, så ville de fleste mennesker ræsonnere sådan, at nu bliver guldprisen ikke forhøjet igen i de første mange år. Hvis man derimod kun forhøjer den med 10 eller 25 %, så vil de fleste sige til sig selv, at da verdenshandelen fordobles på ca. 10 år, og andre transaktioner

vokser endnu hurtigere, så trænger vi i virkeligheden til en fordobling af likviditeten ca. hvert 8. eller hvert 9. år, så når guldprisen kun er forøget med 25 %, så varer det ikke længe, før den bliver forhøjet igen. Altså en stor guldprisforhøjelse har én ulempe, en mindre har en anden. Den eneste fornuftige behandling af guldprisen er at lade den blive, hvor den er.

Det vil så naturligvis efterhånden føre til, at guldproduktionen går ned. Det vil den gøre alligevel før eller senere, men den vil selvfølgelig gøre det hurtigere, hvis vi holder guldprisen, hvor den er, og det vil også føre til, at forbruget af guld til ikke-monetære formål vil stige, og det vil derfor betyde, at de monetære guldbeholdninger formentlig ret snart vil holde op at vokse og i det lange løb gå ned. Det betyder naturligvis så, at guldnet kommer til at spille en aftagende rolle i det internationale pengesystem. Det er vel også en – Undskyld! Nu bruger jeg selv udtrykket – naturlig ting. Man må jo ikke glemme, at der kun er én person i verden, som kan forandre guldprisen – det er præsidenten for De forenede Stater. Han skal formelt have kongressens tilslutning. Han ville formodentlig gøre det, at han ville lukke guldmarkedet nogle dage, så kongressen kunne få tid til at tænke sig om.

Der er altså kun et sted, beslutningen kan træffes. Hvis vi derimod gradvis forøger den internationale likviditet ved beslutninger i den internationale valutafond om at udstede flere af de specielle trækningsrettigheder, så bliver beslutningen truffet på internationalt niveau, og det er naturligvis et nyt skridt i retning af et internationalt pengesystem.

Jeg har hørt det argument fremsætte, at selvfølgelig skulle guldprisforandringer også være resultat af internationale beslutninger. Man skal jo ikke tænke sig om mange minutter, før man ser, hvad der ville ske, hvis der i den internationale valutafond, som har over hundrede medlemmer, skulle være månedlange diskussioner om, hvorvidt guldprisen skal forhøjes med 50 eller 75 %. Det er klart, at dette er umuligt. Hvis guldprisen skal ændres, så skal det gøres i en week-end. Beslutningen skal træffes et sted. Det skal så vidt muligt komme som en overraskelse.

Jeg har ment, at disse betragtninger om guldprisen var en nødvendig bestanddel af en diskussion om spørgsmålet faste eller variable valutakurser, og begge dele understreger efter min mening, at hvis vi vil bevæge os hen imod en fortsat internationalisering af pengesystemet, hvilket naturligvis vil være af afgørende betydning for en internationalisering af økonomien, så skal vi have fastsatte valutakurser, de skal ændres så sjældent som muligt og kun efter moden overvejelse.