

STERLINGPROBLEMET OG STORBRITANNIENS OPTAGELSE I DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER

Af J. ØRSTROM MOLLER*

Sterlingområdet

Sterlingområdet opstod i mellemkrigstiden og videreførtes efter Den anden Verdenskrig. Dets idé og formål var at fremme fri bevægelighed af varer, tjenesteydelser og kapital mellem en gruppe lande, der i økonomisk og vel også politisk henseende følte sig snævert forbundne i en periode, hvor restriktioner på den internationale vareudveksling og betalingssamkvemmet var stærkt udbredt. Sterlingområdet har aldrig været formaliseret i en traktat. Det daterer sig fra 1931, da Storbritannien gik fra guldet og en række lande valgte at binde deres valuta til sterling og ikke til guld. Der har heller ikke været tale om en formel medlemskreds. De lande, der ønskede det, kunne tilslutte sig. I realiteten blev sterlingområdets medlemmer britiske dominions og tidligere kolonier samt i perioder en række mindre lande, hvis udenrigshandel var koncentreret på Storbritannien.

Systemet fungerer på den måde, at Bank of England varetager sterlingområdets medlemslandes beholdning af guld og dollar, medens betalinger medlemslandene indbyrdes gennemføres ved hjælp af sterling. Bank of England er i denne henseende centralbank ikke for Storbritannien, men for sterlingområdet. Bankens beholdning af guld og dollar, sterlingområdets valutareserve, er derfor ikke alene afhængig af Storbritanniens over- eller underskud på betalingsbalancen, men af om sterlingområdet betragtet under ét har et positivt eller negativt betalingssamkvem med ikke-medlemslande. Har landene i sterlingområdet overskud, stiger Bank of Englands beholdning af guld og dollar. Har de derimod underskud, falder Bank of Englands beholdning af guld og dollar.

Betaling inden for sterlingområdet finder sted i sterling og kan gennemføres uden restriktioner. Derimod blev anvendelsen af guld og dollar til brug for betalinger over for tredjelande efter Den anden Verdenskrig underkastet begrænsninger, der dog afvikledes da sterling i lighed med de øvrige vesteuro-

* Sekretær i udenrigsministeriet. Bortset fra enkelte rettelser og tilføjelser er manuskriptet færdigudarbejdet den 15. juli 1971.

STERLINGPROBLEMET OG STORBRITANNIENS OPTAGELSE I DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER

Af J. ØRSTROM MOLLER*

Sterlingområdet

Sterlingområdet opstod i mellemkrigstiden og videreførtes efter Den anden Verdenskrig. Dets idé og formål var at fremme fri bevægelighed af varer, tjenesteydelser og kapital mellem en gruppe lande, der i økonomisk og vel også politisk henseende følte sig snævert forbundne i en periode, hvor restriktioner på den internationale vareudveksling og betalingssamkvemmet var stærkt udbredt. Sterlingområdet har aldrig været formaliseret i en traktat. Det daterer sig fra 1931, da Storbritannien gik fra guldet og en række lande valgte at binde deres valuta til sterling og ikke til guld. Der har heller ikke været tale om en formel medlemskreds. De lande, der ønskede det, kunne tilslutte sig. I realiteten blev sterlingområdets medlemmer britiske dominions og tidligere kolonier samt i perioder en række mindre lande, hvis udenrigshandel var koncentreret på Storbritannien.

Systemet fungerer på den måde, at Bank of England varetager sterlingområdets medlemslandes beholdning af guld og dollar, medens betalinger medlemslandene indbyrdes gennemføres ved hjælp af sterling. Bank of England er i denne henseende centralbank ikke for Storbritannien, men for sterlingområdet. Bankens beholdning af guld og dollar, sterlingområdets valutareserve, er derfor ikke alene afhængig af Storbritanniens over- eller underskud på betalingsbalancen, men af om sterlingområdet betragtet under ét har et positivt eller negativt betalingssamkvem med ikke-medlemslande. Har landene i sterlingområdet overskud, stiger Bank of Englands beholdning af guld og dollar. Har de derimod underskud, falder Bank of Englands beholdning af guld og dollar.

Betaling inden for sterlingområdet finder sted i sterling og kan gennemføres uden restriktioner. Derimod blev anvendelsen af guld og dollar til brug for betalinger over for tredjelande efter Den anden Verdenskrig underkastet begrænsninger, der dog afvikledes da sterling i lighed med de øvrige vesteuro-

* Sekretær i udenrigsministeriet. Bortset fra enkelte rettelser og tilføjelser er manuskriptet færdigudarbejdet den 15. juli 1971.

pæiske valutaer blev konvertibel i 1958. Systemets afgørende karakteristik er således diskrimination mellem lande, der har tilsluttet sig, og lande, der står udenfor. Det vil derfor ikke være muligt at komme til bunds i analysen, hvis man ikke gør sig klart, at der foruden økonomiske årsager også var politiske motiver bag sterlingområdet opståen. Det var et politisk ønske for Storbritannien i mellemkrigstiden og efter Den anden Verdenskrig at bibeholde en række lande indenfor sin politiske og økonomiske interessesfære. Dette illustreres af, at adgangen til at optage lån på det britiske kapitalmarked har været den måske eneste virkelige fordel landene i sterlingområdet har nydt godt af i efterkrigstiden¹. Det som havde været en selvfølge før 1914 lod sig nu kun gennemføre ved en målbevidst politik. Imperiepræferencerne var ét led i denne politik. Sterlingområdet blev et velkomment supplement hertil.

Sterlingtilgodehavenderne var umiddelbart efter Den anden Verdenskrig godt 13 milliarder dollar og udgør nu mellem 5 og 10 milliarder dollar alt efter beregningsmetoden og om både officielle og private tilgodehavender inkluderes. I slutningen af 1968 udgjorde sterlingbalancerne 8160 millioner dollar opgjort på totalbasis (samtlige private beholdninger plus officielle sterlingbeholdninger blandt oversøiske medlemmer af sterlingområdet). Ifølge Bank of Englands *Quarterly Bulletin* udgjorde sterlingbalancerne i marts 1971 i alt 9140 millioner dollar fordelt med 5850 millioner som officielle tilgodehavender og 3290 millioner på private hænder. Stigningen siden 1968 skyldes for størstepartens vedkommende officielle tilgodehavender.

Det vil dog være forkert at betragte de udestående sterlingbalancer som en homogen masse. Dette gælder i særdeleshed for så vidt angår risikoen for krav om ombytning af sterling til guld og dollar. Af de 9140 millioner dollar udestående sterlingbalancer pr. marts 1971 er den overvejende del officielle eller private tilgodehavender inden for sterlingområdet. De officielle tilgodehavender tjener som valutareserve for lande i sterlingområdet og vil kun i ganske ekstraordinære situationer blive anvendt til spekulation imod sterling. De kan således betragtes som stort set stabile beholdninger. Dette gælder, omend i mindre grad, også de private sterlingbeholdninger indenfor sterlingområdet. Oftest vil der her være tale om arbejdsbeholdninger i fremmed valuta (sterling), der kun i ringe grad udnyttes i spekulativt øjemed. Det ustabile element i sterlingbalancerne er først og fremmest private beholdninger uden for sterlingområdet. Disse beløb sig ifølge Bank of Englands *Quarterly Bulletin* til 1337 millioner dollar pr. marts 1971. Denne del af sterlingbalancerne må antages at være særdeles følsom overfor rente- og valutakursændringer samt rygter herom. Et forhold der forøger usikkerheden er, at denne beholdning ikke blot reagerer overfor forventninger om ændringer i sterlingkur-

1. I 1963 mislykkedes et forsøg på at lade Efta-landene få adgang til det britiske kapitalmarked og i 1965/66 indførtes frivillige restriktioner for de højtudviklede medlemmer af sterlingområdet, se herom især Hirsch (1967).

sen, men tillige lader sig påvirke af andre valutaers kursændring. En forventning om opskrivning af andre valutaer vil kunne medføre overflytning til den eller de valutaer, der ventes opskrevet. Det forøgede udbud af sterling vil frembringe et pres på sterlingkursen, selv om der ikke er grund til at vente en nedskrivning af sterling. Fordelingen af sterlingbalancerne på lande er ikke kendt i detaljer, men det vides dog at størsteparten holdes af følgende lande: landene i det karaibiske område, en række tidligere britiske kolonier i Afrika, olielandene i det arabiske område samt Malaysia, Australien og New Zealand.

Overfor den udestående sterlingbalance på 9140 millioner dollar står Bank of Englands beholdning af guld og dollar (sterlingområdets valutareserve), der i perioden 1945-1970 har svinget mellem 500 millioner dollar og 3000 millioner og på indeværende tidspunkt er nærmest det sidste tal.

Sterlings betydning for den internationale likviditet har i efterkrigstiden været svindende. Medio 1950'erne udgjorde sterlingbalancerne godt 15% af den samlede internationale likviditet. Det tilsvarende tal for 1970 var 7%.

Som international valuta udfylder sterling, ganske som det er tilfældet for dollar'ens vedkommende en række funktioner. Den vigtigste er selvsagt, at det er gangbart internationalt betalingsmiddel. Dernæst tjener sterling som anbringelsesmulighed for privatejede formuer. For det tredje består en del landes valutaer helt eller delvist af sterlingaktiver. Endvidere bruges sterling, dog efterhånden kun i ret ringe omfang, til intervention på de nationale valutamarkeder med henblik på at fastholde den nationale valutakurs indenfor det i henhold til Valutafondoverenskomsten tilladte kursudsving. Man kan sige, at sterling i og med sin internationale rolle anvendes til fire mere eller mindre snævert forbundne opgaver.

Konsekvenserne for Storbritannien

Bank of Englands valutareserve har siden Den anden Verdenskrig ligget på stort set 1/3 af de udestående sterlingbalancer. Afgørende for om systemet kunne fungere har været om tilliden til sterlings værdifasthed og konvertibilitet (ret til ombytning til andre valutaer) kunne fastholdes. En tillidskrise kunne give stødet til lavineagtige krav om ombytning af sterling til dollar som, hvis situationen fik lov at udvikle sig, kunne bringe sterlingområdets fortsatte eksistens i fare. Det har derfor været et centralt – man fristes til at sige det centrale – hensyn i britisk økonomisk politik, at tilliden til sterling ikke måtte komme i farezonen. Hver gang de britiske myndigheder har stået over for at skulle træffe et valg mellem hensynet til den nationale økonomi og hensynet til opretholdelse af tilliden til sterling, har sterling fået prioritet og den nationale økonomis interesser er blevet henvist til andenpladsen.

Ved fastlæggelse af den økonomiske politiks mål har hensynet til sterlingbalancerne således været blandt de vigtigste. Et beslægtet spørgsmål er om sterlingområdets eksistens har betydet en begrænsning i valg af den økonomi-

ske politiks instrumenter. Svaret herpå er bekræftende og viser sig vel nok tydeligst i debatten om valutakursproblemerne. I de sidste 5-10 år er en række fremstående britiske økonomer gået ind for en hel eller delvis frigivelse af sterlingkursen, der skulle dannes på et marked bestemt af udbud og efterspørgsel, og deres argumenter er trængt igennem til den politiske debat i Storbritannien. Forslagene har dog ikke vundet tilstrækkelig tilslutning til at blive forsøgt i praksis. Et af argumenterne imod en fri sterlingkurs har netop været, at dette måtte anses for uforeneligt med sterlingområdet opretholdelse. Stort set den samme diskussion har udspillet sig hver gang en nedskrivning af sterling har været på tale. Selv om det ikke lader sig bevise, er det sandsynligt, at hensynet til sterlingområdet var en af de væsentligste årsager til, at sterling ikke blev nedskrevet i 1964/65, men først i november 1967.

På det finans- og pengepolitiske område er det vanskeligere at nå frem til en afgørende konklusion. På det pengepolitiske område har man dog kunnet spore en vis hensyntagen til sterlings internationale anvendelse.

Dette leder frem til det mere principielle spørgsmål om, hvorvidt det er en fordel eller ulempe at være et reservevalutaland. Spørgsmålet er sammenvævet med politiske overvejelser og lader sig ikke fuldt ud besvare på grundlag af økonomiske overvejelser alene. Man må dog kunne sige, at såfremt der er ubegrænset tillid til reservevalutaen kan reservevalutalandet føre en af udlandet uafhængig økonomisk politik, hvilket må vurderes som en fordel. Det var tilfældet for USAs vedkommende fra 1945 til slutningen af 1950'erne. Men når tilliden vakler og reservevalutalandet tvinges til at tage hensyn til sine kortfristede gældsforpligtelser og opretholdelse af disses værdifasthed samt konvertibilitet, begynder ulemperne at opveje fordelene. For Storbritanniens vedkommende synes hensynet til sterlingområdet at have overskygget den nationale økonomis krav i en sådan grad, at ulemperne må siges at have oversteget fordelene.

Det har været et stadigt tilbageværende argument, at sterlings rolle som international valuta har tilført Storbritannien valutaindtægter på tjenestebalancen, der ellers ikke ville være tilgået Storbritannien. Sterlings rolle som international valuta, lyder argumentet, skulle i denne henseende indebære (væsentlige) økonomiske fordele for Storbritannien. Der har været gjort talrige forsøg på at kvantificere denne gunstige effekt. Et af de seneste – og bedste – er gennemført af Cohen (april 1970). Cohen søger at opgøre såvel indtægter som udgifter, og hans resultater er nok værd at se nærmere på.

Cohen tager udgangspunkt i City of Londons valutaindtægter på tjenestebalancen for 1965 som offentliggjort af Committee of Invisible Export i 1967. Korrigeret med senere tal fra Bank of England når han frem til en skønsmæssig indtjening pr. år medio 1960'erne på 280 millioner pund sterling (mindre end 1% af den britiske nationalindkomst) fordelt som vist i tabel 1.

Men ikke alle 280 millioner pund sterling skyldes, at sterling anvendes som

Tabel 1. City of Londons valuta-indtjening.

Millioner pund sterling	
Banking.....	95
Insurance.....	110
Merchanting.....	45
Brokerage.....	30
Total.....	280

Kilde: Cohen april 1970, p. 39

international valuta. For det første er forsikringsindtægterne afhængige af effektivitet og et godt renommé i forsikringsbranchen, men ikke af om sterling er en international valuta. Bankindtægterne er for en dels vedkommende afhængig af sterlings internationale rolle. Cohen anslår, at 35 millioner af de 95 millioner hidrører fra renteindtægter af udlændinges ønske om at holde sig likvid i sterling. De resterende 60 millioner må tilskrives andre bankforretninger uden snæver tilknytning til en international valuta (overskud af filialer i udlandet samt bankforretninger udført for udlændinge). Merchanting og brokerage ville begge blive hårdt ramt og af samme grund, hvis sterlingområdet blev bragt til ophør. Disse serviceydelser hidrører fra den tid da London var verdens økonomiske centrum og er fortsat nært tilknyttet sterlings internationale rolle. Cohen anslår tabet til 15 millioner på merchantingkontoen og 10 millioner for så vidt angår brokerage, hvis sterlings internationale rolle opgives.

Alt i alt bliver det potentielle tab 60 millioner pund sterling. Men dette gælder kun, såfremt arbejdskraft og kapital som udfører disse bestemte opgaver har en opportunity cost på nul. Det er – uanset, at der her er tale om meget specielle funktioner – urealistisk. Cohen anslår uden nærmere begrundelse opportunity cost til 20 millioner pund sterling. Af City of Londons 280 millioner pund sterlings indtjening på tjenestebalancen er godt 40 millioner afhængig af sterlings rolle som internationalt betalingsmiddel. Det svarer til mindre end én promille af Storbritanniens nationalindkomst.

Herudover er der en indirekte indtægt forbundet med sterlings funktion som international valuta, idet Storbritannien i kraft heraf kan opretholde en større mængde fordringer (obligationer, aktier) på udlandet. Storbritanniens samlede aktiver beløb sig i 1968 til 16 milliarder pund sterling. Forudsættes, at 3,4 milliarder heraf eksisterer som følge af sterlings internationale rolle og, såfremt denne rolle opgives, må trækkes hjem for at indløse udestående kortfristede sterlingstilhødvender, ville omkostningerne ved en sådan operation i form af tabt renteindtægt (rentefoden sættes til 6%) beløbe sig til 204 millioner pund sterling. W. B. Reddaway (1968) har anslået opportunity cost af de britiske udenlandske investeringer til mindst 3%. Beløbet på 204 millioner pund sterling kan derfor halveres og den indirekte renteindtægt, der følger af sterlings internationale rolle, udgør godt 100 millioner pund sterling.

Men denne har et modstykke i de rentebeløb Storbritannien må betale til besidderne af de kortfristede – og rentebærende – sterlingtilgodehavender. Cohen anslår dette til 100 millioner pund sterling fordelt med 60 millioner som betaling til officielle sterlingbalancer og 40 millioner til private tilgodehavender. Den indirekte renteindtægt på 100 millioner pund sterling opvejes således af renteudgifterne til besidderne af kortfristede sterlingtilgodehavender.

Nettofordelen for Storbritannien er derfor det beskedne beløb af 40 millioner pund sterling. Det er meget begrænsede konkrete økonomiske fordele Storbritannien har kunne høste af sterlings anvendelse som international valuta. Cohens tal på 40 millioner er naturligvis usikkert, men selv om det var adskillige gange større, befinder man sig fortsat i småtingsafdelingen. Sammenlignet med, hvad en tilbageholdende økonomisk politik har kostet Storbritannien ved, at den britiske økonomi i årevis har befundet sig under kapacitetsgrænsen, er de valuta-indtægter, der er fulgt med sterlings rolle som international valuta købt for en meget høj pris.

Det vil sikkert også være rigtigt at søge en stor del af forklaringen på de britiske bestræbelser for at bevare sterlingområdet på den politiske front. Mange britiske politikere har følt, at sterlingområdet gav Storbritannien en vis politisk indflydelse, som det ville være ønskeligt at bevare og endda betale en ret høj økonomisk pris for. Dette arguments bæredygtighed er vel tvivlsomt. En svag britisk økonomi med udestående sterlingbalancer giver formentlig Storbritannien ringere indflydelse end en stærk national økonomi uden sterlingbalancer. Hertil kommer, at besidderne af sterlingbalancerne i flere tilfælde har truet med at forlange sterling ombyttet til dollar og dermed i virkeligheden brugt sterlingbalancerne som politisk våben mod Storbritannien.

Følgerne ved britisk indtræden i De europæiske Fællesskaber

Bliver Storbritannien medlem af De europæiske Fællesskaber uden, at problemet løses på den ene eller anden måde, vil konsekvenserne for den britiske økonomi af ændringer i sterlingbalancerne ikke kunne undgå at påvirke de øvrige fællesskabslande.

Forudsættes det i første omgang, at planerne om økonomisk og monetært samarbejde indenfor fællesskabet ikke er ført ud i livet, og at det udvidede europæiske fællesskab derfor stort set kan betragtes som en toldunion med en fælles landbrugspolitik, bliver påvirkningen begrænset. Man kan f.eks. forestille sig, at et øget krav om omveksling af sterling til dollar, der medfører et fald i Bank of Englands beholdning af guld og dollar, påtvinger Storbritannien en renteforhøjelse kombineret med en finans- og pengepolitisk stramning eventuelt ledsaget af låntagning hos andre landes centralbanker og/eller Den internationale Valutafond. Virkningen på de øvrige seks fællesskabslande bliver stort set som om Storbritannien ikke havde været medlem af De europæiske Fællesskaber. Den britiske renteforhøjelse vil trække kapital til Stor-

britannien og afmatningen i den britiske økonomi vil have ugunstige følger for de øvrige landes eksport til Storbritannien.

Under disse forudsætninger ville britisk medlemsskab af De europæiske Fællesskaber med uændret opretholdelse af sterlings anvendelse som internationalt betalingsmiddel indebære gener for de seks andre fællesskabslande. I visse situationer kunne det være ubehageligt nok, men opretholdelse af sterlingbalancerne ville ikke være uforeneligt med britisk medlemsskab. Virkningerne for den økonomiske politik, herunder særlig pengepolitikken, i de øvrige fællesskabslande ville blive marginal.

Situationen er en ganske anden, når fællesskabernes planer om økonomisk og monetært samarbejde tages med i overvejelserne. Det økonomiske og monetære samarbejdes essens er, at de nationale økonomier knyttes tættere sammen. Dette vil ske gennem en harmonisering af finans-, penge-, og konjunkturpolitikken, et udvidet centralbanksamarbejde bl.a. omfattende automatiske gensidige trækningsrettigheder og med en europæisk møntunion og fællesvaluta som målsætning. Det kan næppe betvivles, at den usikkerhed sterlingbalancerne vil udgøre og de forpligtelser, de medfører, ikke vil kunne undgå at vanskeliggøre det økonomiske og monetære samarbejdes udmøntning i praksis – og muligvis indebære en så kraftig belastning, at planernes heldige gennemførelse vil kunne trues.

For det første har Storbritannien for at kunne løse opgaverne som bankcentrum for sterlingområdet opbygget en række regler og forskrifter på det pengepolitiske område svarende til de krav sterlingområdets fortsatte eksistens stillede og baseret på et princip om diskrimination mellem lande tilsluttet sterlingområdet og lande udenfor. Det ville være mere end heldigt, hvis disse regler kunne opretholdes samtidig med, at Storbritannien tog del i udformningen af et europæisk økonomisk og monetært samarbejde.

For det andet ville Storbritannien, der hidtil ved valg af sin økonomiske politik og dennes enkelte bestanddele har haft to hensyn: den nationale økonomi og sterlingbalancerne, hvilke i praksis har været særdeles vanskelige at forene, nu få et tredje: det europæiske. Det er mere end tvivlsomt om disse tre hensyn ville kunne tilgodeses på én gang. Man kan uden synderlig anstrengelse forestille sig situationer, hvor de øvrige fællesskabslande kunne ønske harmoniseringer, som Storbritannien af hensyn til sterlingbalancerne ikke ville kunne acceptere. Ikke mindst forsøget på at koordinere medlemslandenes kortfristede økonomiske politik (jfr. CE's ministerråds beslutning af 22. marts 1971) for slet ikke at tale om bestræbelserne på at opbygge et samarbejde på den mellemfristede økonomiske politiks område ville kunne volde Storbritannien store vanskeligheder i tilfælde af britisk medlemsskab af De europæiske Fællesskaber med uændret status for sterlingbalancerne.

For det tredje indebærer skabelsen af en møntunion først etablering af gensidige og automatiske trækningsrettigheder imellem de deltagende landes

centralbanker; dernæst oprettelsen af en centraliseret valutareserve. I praksis ville det hurtigt vise sig umuligt at afgøre, hvorvidt et ønske fra Bank of England om at benytte sig af retten til at trække på de øvrige centralbanker og/eller den fælleseuropæiske valutareserve hidrørte fra nationale britiske vanskeligheder eller havde sin oprindelse i krav fra sterlingområdet medlemslande om ombytning af sterling til dollar. Dette ville betyde, at de europæiske landes valutareserver gennem sterlings rolle som international valuta bl.a. blev afhængig af om besidderne af sterlingbalancerne havde over- eller underskud i deres betalingssamkvem med tredjelande og om de på et givet tidspunkt ønskede at ændre sammensætningen af deres valutareserve. De øvrige fællesskabslande kunne – og ville formentlig – komme i en situation, hvor de med eller mod deres vilje i realiteten blev påtvunget kreditgivning til lande i sterlingområdet og til gengæld herfor måtte se deres egen valutareserve formindskes. Ikke alene ville de europæiske lande være afskåret fra i forholdet til en række lande indenfor sterlingområdet selv at afgøre om de ønsker at yde kredit eller ej, men størrelsen af den europæiske valutareserve ville være underkastet svingninger uden forbindelse med de europæiske landes over- eller underskud i det internationale betalingssamkvem.

Udover, at dette ville tilføre etablering af en økonomisk og monetær union et urimeligt risikomoment, ville det indebære politiske konsekvenser som vel må vurderes til at være uacceptable.

Britisk medlemsskab af De europæiske Fællesskaber uden, at der på forhånd var tilvejebragt en eller anden form for skitse eller forståelse af, hvordan sterlingbalancerne skulle afvikles eller gøres inkonvertible måtte vurderes som et tegn på, at planerne om et vidtgående økonomisk og monetært samarbejde indenfor rammerne af et udvidet europæisk fællesskab ikke havde støtte hos medlemslandene og at gennemførelsen heraf var usandsynlig. Det franske ønske om en drøftelse af sterlingbalancerne havde derfor gode økonomiske og politiske grunde. Forhandlingsresultatet i juni 1971 synes også klart at vise dette. Storbritannien fremsatte en udtalelse, som accepteredes af fællesskabslandene, ifølge hvilken Storbritannien accepterer, at sterlingbalancerne skal stabiliseres indtil britisk medlemsskab (1/1 1973) for herefter at afvikles metodisk og gradvist. Dette suppleres med en udtalelse om, at sterlings internationale rolle i stigende grad skal bringes til at svare til fællesskabslandenes valutaers inden for rammerne af samarbejdet for etablering af en økonomisk og monetær union i det udvidede fællesskab. Denne udtalelse svarer ganske nøje til præsident Pompidou's omtale af sterlingproblemet i et TV-interview den 24. juni 1971 (jfr. gengivelsen i *Le Monde* fra 26. juni 1971). Der er derfor grundlag for at formode, at der er opnået fransk-britisk enighed om sterling problemets løsning under topmødet mellem Pompidou og Heath i maj 1971 i Paris. Der er ikke hidtil fremkommet indikationer af, hvordan afviklingen af sterlingbalancerne tænkes at foregå og den valgte for-

mulering giver mulighed for gisninger af vidt forskellig karakter. At sterlings internationale rolle skal bringes på linie med den, de øvrige fællesskabslandes valutaer spiller, og at dette skal ske inden for rammerne af samarbejdet for en økonomisk og monetær union siger ingenting, så længe det ikke vides, hvordan en europæisk valuta og reservefond tænkes indpasset i det internationale betalingssystem.

Problemer i forbindelse med en afvikling af sterlingbalancerne

Sterlingproblemet kan kun løses ved, at de udestående sterlingbalancer ophører med at være internationale betalingsmidler. En sådan operation indeholder i hvert fald tre problemer. For det første påvirkes mængden og fordelingen af internationale betalingsmidler (den internationale likviditet). For det andet påvirkes valutareserveerne for besidderne af sterlingtilgodehavender. For det tredje vil en sådan operation formentlig ikke kunne undgå at have virkninger for den internationale indkomstfordeling.

(a) Det første problem – den samlede internationale likviditet – er næppe tungtvejende i sig selv. Det internationale betalingssystem har i de senere år udvist en efter manges opfattelse upassende smidighed bl.a. gennem eurodollar markedet. Der er tilstrækkeligt med muligheder for at udvide den internationale likviditet, hvis dette ønskes. Noget helt andet er, at fordelingen af internationale betalingsmidler på lande vil kunne blive påvirket.

Ombyttes sterlingbalancerne med andre betalingsmidler (f.eks. SDR), der af modtagerlandet vurderes som lige så likvide som sterling og uden, at der sker ændringer andre steder i systemet, bliver det status quo. Men man kan f.eks. forestille sig, at de nye aktiver af modtagerlandet vurderes som mere likvide end de hidtidige sterlingbalancer. Dette kan medføre, at de lande, der hidtil har holdt deres valutareserve helt eller delvist i form af sterlingbalancer efter ombytningen nedsætter kravet til valutareserveens størrelse. De vil derfor bruge en del af de nye aktiver til importforøgelse og forøget købekraft vil blive pumpet ud i verdensøkonomien. En sådan stigning i inflationspresset ville være uvelkomment for mange af de vestlige industrilande mod hvem den forøgede købekraft i første omgang måtte forventes at rette sig.

For at forebygge en sådan udvikling kunne man tænke sig, at skabelsen af andre former for international likviditet blev holdt tilbage i samme omfang som sterlingbalancerne ombyttes med nye aktiver. Dette kunne f.eks. ske ved at standse den almindelige SDR-tildeling i nogle år og udelukkende lade SDR erstatte de hidtidige sterlingbalancer. SDR ville således i den pågældende år-række stort set alene blive tildelt udviklingslande (det kunne være tiltrækkende også derved, at udviklingslandenes ønske om at binde tildeling af SDR og udviklingsbistand sammen – linkproblemet – herved delvis imødekommes). Denne fremgangsmåde ville dog skabe andre problemer. En række industrilande, og også udviklingslande, ville se tilvæksten til deres valutareserve i

form af SDR, som de lige havde vænnet sig til, forsvinde. Onsker de derfor fortsat denne tilvækst, nødsages de til at forbedre deres betalingsbalance tilsvarende. En afvikling af sterlingbalancerne ville under disse omstændigheder kunne udgøre en realøkonomisk belastning for en række lande, der ikke har det fjerneste med sterlingproblemet at gøre.

(b) Det andet element – påvirkning af valutareserven for det land, der besidder sterlingtilgodehavender – vil formentlig kun kunne løses ved, at de pågældende lande modtager andre internationale betalingsmidler til erstatning af sterlingtilgodehavenderne. Såfremt sterlingtilgodehavenderne er blevet betragtet som en mere eller mindre uønskelig del af valutareserven, som blev holdt af loyalitetsgrunde over for Storbritannien, er der måske mulighed for at ombytte med et mindre beløb likvide internationale betalingsmidler.

(c) Det tredje element – den internationale indkomstfordeling – har to facetter. For det første har inflationen medført, at de reale ydelser, Storbritannien skal afstå for at indløse sterlingbalancerne, bliver en mindre del af nationalproduktet end de reale ydelser, Storbritannien i sin tid erhvervede for det tilsvarende nominelle sterlingbeløb. Der kan altså her blive tale om et »gaveelement« til Storbritannien. På den anden side kan afdrags- og renteforpligtelserne, såfremt de bliver ugunstige for Storbritannien, komme til at udgøre en kraftig belastning af den britiske økonomi, eftersom der hertil må tilvejebringes et overskud på betalingsbalancen.

Cohen (1969) har søgt at opgøre denne belastning ved alternative afdragsperioder og rente, idet han går ud fra en tilbagebetalingsforpligtelse på 3,4 milliarder pund sterling (jvf. tabel 2).

Tabel 2. Den økonomiske byrde for Storbritannien ved tilbagebetaling af sterlingbalancerne. Millioner pund sterling

Tilbagebetalingsperiode	Afdrag	Rentebyrde (%)				Afdrag + rentebyrde			
		2,5	5	7,5	10	2,5	5	7,5	10
10 år.	341	47	94	140	188	388	435	481	529
25 år.	136	45	89	132	178	181	225	268	314
50 år.	68	44	87	130	174	112	155	198	242
100 år.	34	43	86	129	172	77	120	163	206

Kilde: Cohen 1969, appendiks B, p. 38.

I betragtning af, at den britiske valutareserve ikke er meget større end 1 milliard pund sterling er det ganske betragtelige tal, der her opereres med. Selv mindstebeløbet på 77 millioner pund sterling pr. år ved en afdragsperiode på 100 år og en rente på 2,5% vil kunne mærkes. Dette problem, hvilken økonomisk belastning – om overhovedet nogen – der kan pålægges Storbritannien, må til syvende og sidst afgøres ved en politisk forhandling.

Det er vanskeligt at slutte denne del af analysen uden at komme til den

konklusion, at sterlingproblemet, hvis der skal findes en for alle parter tilfredsstillende løsning, må behandles med megen politisk og økonomisk behændighed.

Mulige løsninger på sterlingproblemet

Tilhængere af en forøgelse af guldprisen har peget på, at det ville være muligt for USA og Storbritannien at afvikle dollar – henholdsvis sterling – tilgodehavenderne, såfremt det internationale likviditetsproblem blev løst gennem en forøgelse af guldprisen. Dette er imidlertid næppe rigtigt for så vidt angår Storbritannien. Ved udgangen af 1970 var Storbritanniens guldbeholdning godt 560 millioner pund sterling og sterlingbalancerne godt 3,5 milliarder pund sterling. Guldprisen skulle altså mere end seksdobles for at sterlingbalancerne kunne afvikles på denne måde, og en så kraftig forøgelse er der vist ikke megen støtte til. En anden gruppe går ind for at indføre en fri sterlingkurs. Usikkerheden om sterlings værdi ville hurtigt føre til, at besidderne af sterlingbalancerne ville udbyde disse på valutamarkedet for guld eller dollar.

Markedet ville efter al sandsynlighed etablere ligevægt mellem udbud og efterspørgsel ved en betydeligt lavere sterlingkurs end den aktuelle, hvilket ville være en yderligere fordel for Storbritannien, da det ville fremme britisk eksport. Denne løsning ser imidlertid ganske bort fra, at størsteparten af de officielle sterlingtilgodehavender har en værdisikringsklausul benævnt i guld og/eller dollar. Ifølge Cohen (1969) var der ved udgangen af 1968 truffet værdisikringsaftaler for 1750 millioner pund sterling, og dette tal må i betragtning af de officielle sterlingbalancers stigning siden da anses for væsentligt større på indeværende tidspunkt. Hertil kommer, at alle Storbritanniens kortfristede lån hos Den internationale Valutafond og/eller andre centralbanker har en lignende værdisikringsklausul.

Ingen af de to nævnte muligheder kan forventes at blive realitetsdrøftet (herved udelukkes ikke, at Storbritannien som led i en international valuta-reform indfører begrænset kursfrihed – glidende paritetsændring, udvidelse af det tilladte udsving fra parikursen el. lign.).

Forudsættes britisk medlemskab af De europæiske Fællesskaber, og at det udvidede fællesskab på det økonomiske og monetære område sigter mod oprettelsen af en europæisk økonomisk og monetær union omkring 1980, må følgende muligheder for at løse sterlingproblemet bedømmes som de mest realistiske.

(a) For det første kan de seks fællesskabslande i samråd med Storbritannien beslutte at søge en »europæisk« løsning tilvejebragt; formentlig i den form, at sterlingbalancerne overføres til en europæisk reservefond. Dette vil i praksis betyde, at besidderne af sterlingbalancerne i stedet for sterling forsynes med et nyt internationalt betalingsmiddel, der formelt set er en fordring

på en europæisk reservefond, hvis garantier er medlemmerne af det udvidede fællesskab. Storbritannien får en langfristet gæld til den europæiske reservefond svarende til de tidligere sterlingbalancer. Denne løsning har for Storbritannien og besidderne af sterlingtilgodehavenderne den fordel, at det udover de direkte implicerede kun er seks andre – og seks økonomisk stærke – lande, der trækkes ind i forhandlingerne.

Det centrale spørgsmål må blive konsekvenserne ikke for Storbritannien eller besidderne af sterlingtilgodehavenderne, men for det europæiske samarbejde og en evt. europæisk reservefond. En betydelig del af en kommende europæisk reservefonds midler ville i denne situation komme til at ligge hos lande uden for det udvidede europæiske fællesskab. Reservefondens primære opgave – varetagelse af en europæisk valutareserve og bistand til dens medlemslande i tilfælde af betalingsbalancevanskeligheder – ville i en sådan situation blive i hvert fald delvist tilsidesat af en i denne henseende sekundær opgave – afvikling af sterlingbalancerne. Der ville herved blive tilført en reservefond og det europæiske økonomiske og monetære samarbejde et usikkerhedsmoment, hvis betydning næppe lader sig vurdere fuldt ud. Ud fra økonomiske betragtninger må det utvivlsomt bedømmes som en vanskelighed for opbygningen af et europæisk økonomisk og monetært samarbejde, at der udenfor systemet findes likvide fordringer på mellem 5 og 10 milliarder dollar. Selv om det i princippet ikke er umuligt at gennemføre denne operation, er der dog meget der taler for, at det økonomiske og monetære samarbejde påbegyndes på mere traditionel vis, dvs. ved opbygning af en form for gensidig bistand mellem centralbankerne, der på et senere stadium efterfølges af en clearingcentral under den ene eller anden form for medlemslandenes interne betalingssaldi.

Afgørende er imidlertid de politiske standpunkter. Mener fællesskabslandene, at sterlingbalancerne giver politisk indflydelse, som det vil være ønskeligt, at Storbritannien bringer med ind i fællesskabet, vil denne løsning være tiltrækkende. Er man derimod af den opfattelse, at sterlingbalancerne udover at være en økonomisk byrde i heldigste fald ikke vil udgøre en politisk belastning, da vil tanken om at binde en europæisk reservefond og afvikling af sterlingbalancerne sammen næppe nogensinde opnå at blive realitetsdrevet. Det bør understreges, at afvejningen af denne muligheds fordele og ulemper mere end for nogen af de øvrige muligheds vedkommende vil basere sig på politiske præmisser.

(b) For det andet kan man gå videre ad den vej, der blev afsluttet ved aftalen i september 1968 mellem Storbritannien og 12 andre lande (Belgien, Canada, Danmark, Holland, Italien, Japan, Norge, Sverige, Schweiz, Forbundsrepublikken Tyskland, USA, Østrig). Aftalen gav Storbritannien mulighed for, i tilfælde af at sterlingbalancerne faldt under en vis størrelse, at låne op til 2 milliarder dollar, der i givet fald skulle tilbagebetales inden 1978,

til at imødegå ønskerne om ombytning af sterling til dollar. Med dette tilsagn i ryggen har Storbritannien med hver enkelt af besidderne af sterlingtilgodehavender indgået en aftale ifølge hvilken Storbritannien garanterer dollarværdien af 90% af det pågældende lands officielle sterlingtilgodehavender, forudsat at en bestemt del af landets samlede valutareserver holdes i form af sterling. Det, der herved er sket, er naturligvis, at besidderne af sterlingtilgodehavender har fået valget mellem enten en dollargaranti for 90% af deres sterlingtilgodehavender kombineret med en delvis inkonvertibilitet eller ingen dollargaranti, men til gengæld fuld konvertibilitet.

Et af de afgørende motiver for, at Storbritannien i 1968 accepterede en valutakursgaranti for officielle sterlingbalancer indenfor sterlingområdet efter i årevis at have været modstander af en sådan garanti har formentlig været, at valutakursgarantien indgik som et af flere elementer i en aftale, hvis formål var at ændre sterlings rolle som international valuta. Valutakursgarantien skulle give besidderne af sterlingbalancerne den tillid til sterlings værdifasthed, der var nødvendig for at skabe arbejdsro til reformarbejdet. Kravet om, at en bestemt del af de pågældende landes valutareserve blev holdt i sterling, skulle give Storbritannien vished for, at ubehagelige overraskelser i form af massive krav om ombytning af sterling til guld og dollar ikke indtraf. Endelig gjorde tilsagnet om kredit op til 2000 millioner dollar med tilbagebetaling inden 1978 det muligt for Storbritannien at afvikle sterlingbalancerne hos de lande, der måtte føle besiddelsen heraf som en byrde og følgelig ikke var interesseret i en valutakursgaranti kombineret med en forpligtelse til at holde en vis procentdel af valutareserven i sterling. Derimod ville kredittilsagnet og muligheden for afvikling herigennem ikke få praktisk betydning i relation til de af sterlingområdets medlemmer, der accepterede valutakursgarantien og minimumskravet til deres valutareserve.

Det er muligt at fortsætte ad den vej, der blev afstukket i 1968, men kun et stykke. Besidderne af sterlingtilgodehavender kan ikke forventes at acceptere inkonvertibilitet for deres sterling udover en vis grænse, uanset hvilke løfter og garantier man måtte stille i udsigt som modydelse. Det må erindres, at Baselaftalen blev udarbejdet i foråret/sommeren 1968 på et for Storbritannien kritisk tidspunkt, hvor sterling efter devalueringen i november 1967 påny var ude i en alvorlig tillidskrise. Der synes også at have været nogen uklarhed om den egentlige målsætning med Baselaftalen. Var formålet at gøre det muligt for Storbritannien at afvikle en så stor del af sterlingbalancerne som muligt eller var det blot at sikre status quo i håb om, at problemerne løste sig selv?

Aftalen udløber september 1971 og vil blive forlænget 2 år dvs. til september 1973. Hermed er muligheden for at søge en løsning inden for rammerne af denne større landekreds holdt åben, selvom aftalen giver indtryk af at være en form for interimsarrangement. Denne mulighed vil formentlig først og fremmest komme på tale, hvis De europæiske Fællesskaber ikke ønsker at

tage sig af sterlingproblemet og man viger tilbage for vanskelighederne ved at bringe det op i Den internationale Valutafond og søge en løsning inden for en global ramme. Der er en række faktorer, der taler for at vælge Baselaftalens landekreds som forum for en løsning af sterlingproblemet og at benytte sig af samme formelle fremgangsmåde som Baselaftalen af 1968, der er udtryk for et pragmatisk og effektivt arrangement. Flere af Baselaftalens elementer kunne ligeledes indgå. Man kunne i første række tænke sig en afvikling af de private sterlingbalancer udenfor sterlingområdet, hvilke udgør den alvorligste trussel mod sterling. I mindre grad søge de private sterlingbalancer inden for sterlingområdet afviklet, medens de officielle sterlingbalancer inden for sterlingområdet kunne overlades til en stille hensygnen.

Baselaftalen har imidlertid medvirket til en betydelig stigning i de udestående sterlingtilgodehavender og ikke fremmet en afvikling. Det er derfor klart, at såfremt den britiske udtalelse under de afsluttende forhandlinger med De europæiske Fællesskaber om en gradvis og metodisk afvikling af sterlingbalancerne skal opfyldes, kan man – som det eneste element i en løsning inden for dette forum – ikke forestille sig en stort set uændret videreførelse af den nuværende aftale, når den udløber i september 1973.

(c) For det tredje kan man søge en løsning under Den internationale Valutafonds auspicer. Dette blev foreslået så tidligt som i 1958 af A. C. L. Day og blev nævnt i Radclifferrapporten (England, Committee on the Working of the Monetary System, 1959). Senere har også Triffin (1960) været inde på lignende tanker. Teknisk vil dette kunne ske ved, at Den internationale Valutafond overtager sterlingtilgodehavenderne og konverterer dem til langfristede fordringer, i IMF's varetægt, på Storbritannien. Besidderne af sterlingtilgodehavender vil som erstatning få tildelt internationale betalingsmidler udstedt af IMF. IMF har allerede ved operationerne med de særlige trækningsrettigheder (SDR) siden 1. januar 1970 erhvervet sig den fornødne tekniske ekspertise til at gennemføre en sådan operation. Fordelen ved denne mulighed for Storbritannien og de seks fællesskabslande er, at sterlingproblemet så at sige løftes ud af de europæiske problemer. Afvikling af sterlingbalancerne og opbygning af et europæisk økonomisk og monetært samarbejde bliver to adskilte problemer. At dømme efter den succes, der er blevet SDR til del, vil en ombytning af sterling med SDR el. lign. betalingsmidler sikkert også tilfredsstille de lande, der hidtil har besiddet sterlingbalancerne. Det måske mest interessante ved denne mulighed er, at den, omend i ret dulgte vendinger, har været fremført fra officiel britisk side på et tidspunkt, hvor Storbritannien anså snarligt medlemskab af De europæiske Fællesskaber for sandsynligt. I september 1962 foreslog den daværende konservative regerings finansminister, Reginald Maudling, et arrangement med navnet Mutual Currency Account, der i princippet svarer ret nøje til den overfor skitserede fremgangsmåde, jfr. jfr. herom Ossola-rapporten (Group of ten, 1965). Initiativet blev aldrig rig-

tigt fulgt op, heller ikke fra britisk side. Man har lov at gætte på, at optagelsesforhandlingernes sammenbrud i begyndelsen af 1963 betød, at forslaget fik mindre aktualitet.

En løsning inden for IMF's rammer har den iøjnefaldende ulempe, at det er et usmidigt og langsomt arbejdende apparat, der skal sættes igang for at tilvejebringe det nødvendige legale grundlag i form af en ændring af Valutafondens statutter. Hertil kræves tilslutning fra mindst 3/5 af IMF's medlemslande repræsenterende 80 % af samtlige stemmer. Disse krav vil formentlig kunne opfyldes, hvis såvel de øvrige medlemmer af De europæiske Fællesskaber som besidderne af sterlingbalancerne er tilfredse med den ordning, der foreslås, men det vil tage sin tid. Til sammenligning kan anføres, at den i 1969 gennemførte statutændring, hvis væsentligste indhold var SDR's indførelse, blev vedtaget af Valutafondens bestyrelse den 16. april 1968, men først trådte i kraft den 28. juli 1969. Den formelle del af proceduren tog altså næsten halvandet år og kan som følge af forskellig national lovgivningsprocedure i IMF's 115 medlemslande næppe gøres hurtigere. Hertil må så lægges den tid, der vil gå med at forhandle sig frem til substansen i et forslag om afvikling.

På den anden side har der længe været tale om at åbne adgang til begrænset frihed for valutakurserne, hvilket i sig selv vil kræve en ændring af Valutafondens statutter. Bestemmer man sig for alene af denne grund at gennemføre en statutændring, er der meget, der taler for, såfremt sterlingproblemet ønskes løst inden for rammerne af Den internationale Valutafond, tillige at lade sterlingproblemet indgå i forhandlingerne. Som det fremgår af tidligere afsnit, er valutakursproblemet og sterlingbalancerne knyttet tæt sammen, og det vil i hvert fald ud fra økonomiske overvejelser være en fordel, hvis de drøftes i sammenhæng.

(d) De tre ovennævnte muligheder er alle i deres målsætning temmelig radikale og inddrager andre lande i problemets løsning. Det må derfor ikke overses, at der ved indførelse af SDR er skabt en mulighed for, at Storbritannien alene gennemfører en afvikling af sterlingbalancerne. Dette kunne ske ved, at Storbritannien anvendte sin SDR tildeling til indløsning af sterlingtilgodehavender (Storbritannien køber sterling mod betaling i SDR), eventuelt kombineret med et tilsagn om passende kredit fra andre industrilande i tilfælde af valutavanskeligheder for Storbritannien aktualiseret af manglende rådighed over SDR. Det er en mulighed – men den må vurderes som fjern. Alene af den grund, at det med en gennemsnitlig årlig SDR tildeling til Storbritannien på 300 millioner dollar (10 % af en total årlig tildeling på 3 milliarder) og med udestående sterlingbalancer på godt 8 milliarder dollar ville tage op mod 80 år at fuldende en afvikling.

Konklusion

Sammenfattende må siges, at alle muligheder har fordele og ulemper. Hvilken

løsning man i sidste instans kommer frem til, vil bero på en afvejning af de enkelte muligheds politiske og økonomiske elementer. Et af de afgørende hensyn vil blive, hvad Storbritannien og de seks fællesskabslande tænker sig, der skal komme ud af det økonomiske og monetære samarbejde inden for De europæiske Fællesskaber.

LITTERATUR

- Bank for International Settlements (BIS). *Annual Reports*.
 Cohen, B. J. 1969. *The reform of sterling*. Princeton.
 Cohen, B. J. February 1970. Sterling and the City. *The Banker* 120: 183-93.
 Cohen, B. J. September 1969. The benefits and costs of sterling. *Euromoney*, bd. 1, nr. 4, pp. 10-12.
 Cohen, B. J. April 1970. Measuring the benefits and costs of sterling. *Euromoney*, bd. 1, nr. 11, pp. 39-43.
 Communautés Européennes. *Bulletin des Communautés Européennes*.
 England, Bank of England. *Quarterly Bulletin*.
 England, Committee on the Working of the Monetary System. 1959. *Report* (Radclifferrapporten) London.
 Gardner, R. N. 1969. *Sterling-Dollar diplomacy*. 2. udg. Oxford.
 Group of ten. 1965. *Report of the Study Group on the Creation of Reserve Assets* (Ossola-rapporten). Rom.
 Hirsch, F. 1967. *Money international*. London.
 International Monetary Fund. *Annual Reports*.
 International Monetary Fund. *International Financial Statistics*.
 Machlup, F. 1964. *Plans for reform of the international monetary system*. Princeton.
 Reddaway, R. B. 1968. *Effects of UK direct investment overseas*. London.
 Sayers, R. S. 1967. *Modern banking*. 7. udg. London.
 Scammell, W. M. 1961. *International monetary policy*. 2. udg. London.
 Triffin, R. 1969. *Gold and the dollar crisis*. New Haven.
 Yeager, L. B. 1966. *International monetary relations*. New York.

løsning man i sidste instans kommer frem til, vil bero på en afvejning af de enkelte muligheds politiske og økonomiske elementer. Et af de afgørende hensyn vil blive, hvad Storbritannien og de seks fællesskabslande tænker sig, der skal komme ud af det økonomiske og monetære samarbejde inden for De europæiske Fællesskaber.

LITTERATUR

- Bank for International Settlements (BIS). *Annual Reports*.
 Cohen, B. J. 1969. *The reform of sterling*. Princeton.
 Cohen, B. J. February 1970. Sterling and the City. *The Banker* 120: 183-93.
 Cohen, B. J. September 1969. The benefits and costs of sterling. *Euromoney*, bd. 1, nr. 4, pp. 10-12.
 Cohen, B. J. April 1970. Measuring the benefits and costs of sterling. *Euromoney*, bd. 1, nr. 11, pp. 39-43.
 Communautés Européennes. *Bulletin des Communautés Européennes*.
 England, Bank of England. *Quarterly Bulletin*.
 England, Committee on the Working of the Monetary System. 1959. *Report* (Radclifferrapporten) London.
 Gardner, R. N. 1969. *Sterling-Dollar diplomacy*. 2. udg. Oxford.
 Group of ten. 1965. *Report of the Study Group on the Creation of Reserve Assets* (Ossola-rapporten). Rom.
 Hirsch, F. 1967. *Money international*. London.
 International Monetary Fund. *Annual Reports*.
 International Monetary Fund. *International Financial Statistics*.
 Machlup, F. 1964. *Plans for reform of the international monetary system*. Princeton.
 Reddaway, R. B. 1968. *Effects of UK direct investment overseas*. London.
 Sayers, R. S. 1967. *Modern banking*. 7. udg. London.
 Scammell, W. M. 1961. *International monetary policy*. 2. udg. London.
 Triffin, R. 1969. *Gold and the dollar crisis*. New Haven.
 Yeager, L. B. 1966. *International monetary relations*. New York.